

PRES Université Lille Nord de France

Thèse délivrée par

L'Université Lille 2 – Droit et Santé

N° attribué par la bibliothèque

||_|_|_|_|_|_|_|_|_|_|_|_|_|_|

THÈSE

Pour obtenir le grade de Docteur en Sciences de Gestion

Présentée et soutenue publiquement par

Achraf BERNOUSSI

Le 07 Décembre 2012

***BANQUE CHEF DE FILE, SYNDICAT BANCAIRE ET
INTRODUCTION EN BOURSE***
Application aux marchés boursiers européens

JURY

Directeur de recherche : M. Sébastien DEREPPER
Professeur à l'Université Lille 2

Rapporteurs :

Mme Géraldine Broye
Professeur à l'université de Strasbourg

M. Alain Schatt
Professeur à l'Université de Neuchâtel

Suffragants :

M. Frédéric LOBEZ
Professeur à l'Université Lille 2

M. Hervé ALEXANDRE
Professeur à l'Université de Paris-Dauphine

L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

*A mon défunt père,
qui aurait tant aimé assister à ce jour*

*A ma mère,
pour tous les sacrifices et peines endurés*

*A mes frères,
pour leur soutien et leur encouragement*

*A mon épouse,
qui me supporte tous les jours*

*A mon fils,
mon plus beau cadeau*

Remerciements

Je tiens tout d'abord à exprimer ma profonde reconnaissance au professeur Sébastien DEREPPER, qui a accepté d'encadrer cette thèse, qui a cru en moi et m'a fait confiance tout au long de ce parcours. Je ne le remercierai jamais assez pour ses encouragements et ses précieux conseils aux moments les plus cruciaux de mon parcours doctoral.

Je remercie tout particulièrement le professeur Frédéric LOBEZ d'avoir autorisé mon inscription en master 2 Recherche. Ses cours dispensés durant ce cursus ont attiré ma curiosité et m'ont donné envie de faire de la recherche et de préparer un doctorat en Finance. Je lui suis également très reconnaissant pour ses remarques et pistes de réflexion lors des différentes séances de travail tenues durant mes premières années de thèse. Je le remercie également d'avoir accepté, avec le professeur Hervé ALEXANDRE, de participer à ce jury de thèse.

Mes remerciements vont également aux professeurs Géraldine BROYE et Alain SCHATT qui me font l'honneur d'être les rapporteurs de cette thèse.

Je tiens aussi à exprimer mes remerciements aux professeurs Michel LEVASSEUR et Eric DE BODT pour leurs précieux enseignements et leurs connaissances partagées lors des nombreux séminaires de Finance. A leurs côtés, j'ai beaucoup appris.

Mes remerciements vont également à Jean-Christophe STATNIK et Jean-Christophe VAXELAIRE pour leurs conseils lors des multiples réunions de modélisation tenues au moment du choix des méthodologies de recherche.

La partie qualitative de ce travail n'aurait pu aboutir sans le concours de nombreux professionnels. Je remercie les interviewés des entreprises émettrices qui ont bien voulu répondre à mes questions et partager l'histoire de leur opération de cotation sur les marchés boursiers. Mes remerciements vont également aux interviewés des banques d'affaires qui ont répondu à mes interrogations concernant les mandats d'introduction en Bourse.

Je voudrais remercier les membres passés et présents du laboratoire GERME, les professeurs Pascal GRANDIN, Frédéric ROMON, Laurent FONTOWICZ, Pascal ALPHONSE mais aussi Bertrand, Hicham, Jean-Gabriel, Imtiaz, Ingrid et Hiba.

Merci également à de formidables personnes rencontrées lors de mon parcours universitaire et qui sont devenues mes ami(e)s au fil du temps, Meriam DAIRI, Jean-Christophe VAXELAIRE et Leasse HASSAINI. Nous avons passé des moments inoubliables et le temps partagé avec chacun de vous restera gravé dans ma mémoire.

Enfin, cette thèse n'aurait pu aboutir sans l'aide et les conseils de mon défunt père qui m'a toujours soutenu et inspiré aux moments les plus difficiles de ma vie et à qui je dédie ce travail. Je remercie également ma chère mère pour ses encouragements, son soutien indéfectible et ses sacrifices inestimables. Enfin, je remercie mon épouse qui m'a encouragé tout au long de la thèse et qui m'a soutenu afin que ce travail puisse aboutir.

« Chercher, c'est laisser votre curiosité vous aiguiller sur des voies qui se révéleront plus tard intéressantes ou non. C'est douter. C'est aussi savoir à l'avance que ce que l'on sait déjà ne suffira probablement pas pour comprendre, et qu'il va falloir apprendre autre chose, s'intéresser à d'autres voies de recherches, à d'autres approches spécialisées, à d'autres techniques, à d'autres outils mathématiques... Lorsque j'aurai trouvé, je saurai alors que ce que je savais hier a été nécessaire mais aussi insuffisant pour que je puisse en tirer des conclusions qui éclairent les choses sous un jour nouveau. » (Évry Schatzman, 1992 : 16)

Introduction Générale

« A qui la faute ? L'introduction de Facebook sur le Nasdaq a viré au fiasco... Après une quasi-stagnation du titre vendredi pour son premier jour de cotation (+0,6 %), le cours s'est effondré hier de 11 % pour sa deuxième séance à Wall Street. Les investisseurs ayant parié sur des débuts en fanfare pour le réseau social en ligne en sont donc pour leurs frais... Et déjà, la polémique gronde sur les responsabilités des uns et des autres dans cette opération, présentée comme la plus importante introduction de tous les temps dans la sphère Internet.

Le premier sur le banc des accusés est bien entendu la banque Morgan Stanley, chef de file incontesté de l'opération, chargée de placer, avec 32 autres banques, les titres Facebook auprès des investisseurs... C'est en effet Morgan Stanley qui a décidé, en coordination avec les dirigeants de Facebook, d'augmenter la fourchette de prix de l'action, puis de fixer son prix définitif en haut de fourchette, et aussi d'augmenter le nombre de titres mis en vente (de 12 Mds\$ environ à 16 Mds\$) quelques jours avant l'introduction ! Ce faisant, la banque d'affaires aurait ignoré l'avis d'autres établissements bancaires, qui craignaient une "indigestion" de la part du marché face à cet afflux de titres, selon des sources citées par l'agence Bloomberg. La banque aurait ainsi surestimé l'enthousiasme des investisseurs, malgré d'assez nombreuses mises en garde récentes d'analystes financiers, qui jugeaient le prix du titre Facebook trop élevé, dans un contexte d'accroissement des investissements et d'incertitudes sur les futures recettes publicitaires du réseau social en ligne. Or, Morgan Stanley, après avoir soutenu à bout de bras le titre lors de la première séance de cotation, s'est retiré hier du marché, provoquant son affaissement brutal... Certains investisseurs ont aujourd'hui le sentiment d'avoir été trompés par les banques introductrices, qui leur ont laissé entendre dans les jours précédant l'IPO, que la demande était "très forte", ce qui les a incités à placer de plus gros ordres d'achat pour être mieux servis initialement.

Le deuxième accusé dans cette affaire est l'entreprise de marché Nasdaq : la place boursière a en effet subi une série de problèmes techniques importants qui ont retardé la première cotation du titre Facebook vendredi dernier, provoquant un effet d'entonnoir difficile à résorber par la suite. En troisième lieu, des analystes renvoient la responsabilité de l'échec des débuts en Bourse sur les dirigeants et les actionnaires de la première heure de Facebook, à commencer par son PDG-fondateur Mark Zuckerberg... Ce dernier, qui avait accueilli de manière désinvolte les investisseurs lors du road show, vêtu d'un sweat-

shirt à capuche, semble avoir lui aussi surestimé l'appétit des marchés pour Facebook, dont le prix de cession valorise la société environ 100 fois ses bénéfices et 25 fois son chiffre d'affaires annuel ! De plus, Zuckerberg, mais aussi d'autres actionnaires de Facebook, dont Goldman Sachs et les fonds Accel Partners et Digital Sky Technologies, se seraient montrés trop gourmands en augmentant le nombre de leurs titres mis en vente, après le relèvement de la fourchette de prix. Le directeur financier de Facebook, David Ebersman, porterait enfin une responsabilité particulière dans la surestimation de la valeur de la société, estiment des sources proches du dossier...

Jusqu'à présent, l'introduction en Bourse de Facebook a donc surtout été très rentable pour les actionnaires de la première heure, qui ont pu convertir en cash, au prix d'introduction, tout ou partie de leurs participations. Les banques conseil devraient elles aussi toucher de substantielles commissions sur cette opération géante. Quant à la future vie boursière du titre Facebook, elle dépendra des humeurs du marché et des performances financières du groupe. Au-delà de l'excitation passagère de l'introduction en Bourse, la direction de Facebook se trouve désormais sous une très forte pression pour justifier le prix élevé du titre, condamnée à prouver, trimestre après trimestre, la capacité du groupe à démultiplier ses recettes publicitaires et ses bénéfices. »

Ce commentaire du rédacteur en chef d'un célèbre site boursier français¹ témoigne de l'importance de l'introduction en Bourse pour tous les intervenants dans ce type d'opération et soulève les différentes problématiques rencontrées par ces derniers. L'aspect technique relevé dans cet article montre que l'introduction en Bourse d'émetteurs de taille importante affecte le marché boursier dans sa globalité, et particulièrement les investisseurs. Ces derniers, quel que soit leur profil, considèrent l'introduction en Bourse comme une opération financière permettant de réaliser des gains certains à court terme et se fient aveuglément aux conseils des banques introductrices. Si ces intermédiaires financiers ont la lourde tâche de s'assurer du succès de l'opération de cotation, la taille des capitaux à lever et l'opportunité de toucher des commissions bancaires importantes mais également la pression de l'actionnaire cédant et du management peuvent entraver le bon déroulement de l'introduction en Bourse.

Dans le cas présent, l'introduction en Bourse de Facebook était très attendue par les acteurs des marchés financiers, qui considéraient cette opération comme historique sur le marché électronique américain. La taille des capitaux levés, soit 16 milliards de dollars, la

¹ Article publié sur le site Internet *boursier.com* le 22/05/2012.

mise sur le marché de 421 millions d'actions et une valorisation à 104 milliards de dollars ont consacré cette opération comme la plus importante pour une valeur Internet et la deuxième pour une valeur américaine tous secteurs confondus. Toutefois, le début en Bourse de cette valeur a été très controversé, et les investisseurs mécontents de la performance aux premiers jours de cotation ont pointé du doigt la responsabilité des principaux intervenants. C'est ainsi que l'intermédiaire financier Morgan Stanley et les actionnaires ont été mis au banc des accusés et désignés comme responsables des ratés de l'introduction en Bourse de cette entreprise technologique. En effet, le relèvement de la fourchette de prix, la fixation du prix d'offre en haut de fourchette et l'augmentation du nombre de titres mis en vente sont autant de décisions prises par la banque d'affaires chef de file de l'opération, dans un contexte de stimulation de l'appétit des investisseurs quant à l'état de la demande de titres sur la valeur. Pourtant, les recommandations des autres membres du syndicat bancaire et les mises en garde des analystes financiers n'ont pas empêché Morgan Stanley de changer de stratégie, trop attiré par les enjeux financiers d'une telle opération. Pour leur part, les actionnaires, trop confiants dans le succès de l'opération, ont surestimé l'appétit des investisseurs et n'ont pas hésité à augmenter le nombre de titres en vente afin de capter le *premium* qui pourrait apparaître en Bourse.

Dans ce travail, nous présentons plusieurs aspects de l'introduction en Bourse mais nous focalisons notre recherche sur *la banque chef de file, le syndicat bancaire et l'introduction en Bourse*. Le choix d'éclaircir les responsabilités de la banque introductrice et du syndicat bancaire dans ce type d'opération n'est pas fortuit. La faillite de Lehman Brothers en 2008 a placé les banques d'affaires les plus réputées au cœur de la tourmente, accusées d'être à l'origine de la crise financière internationale. Au-delà de l'innovation financière et de sa conséquence sur le gonflement excessif des engagements hors bilan des banques, c'est la réputation des banques d'affaires plutôt que leur compétence qui a permis à ces dernières d'imposer leur diktat aux investisseurs, toutes catégories confondues.

Ainsi, nous nous intéressons particulièrement à la compréhension des interactions entre le chef de file et l'émetteur lors d'une introduction en Bourse. Nous choisissons l'introduction en Bourse car elle constitue la première étape dans la vie d'une entreprise qui désire accéder aux marchés financiers. Il s'agit d'une opération financière conduite par une société de Bourse et divers intermédiaires-conseils, dont la banque d'affaires, qui

permet la cotation d'une entreprise sur un marché boursier. Le passage de l'ombre à la lumière, les multiples asymétries d'information et les imperfections des marchés boursiers impliquent pour l'entreprise émettrice de faire les bons choix. Le timing de l'introduction en Bourse, la sélection des intermédiaires financiers, la place de cotation, la base d'investisseurs à privilégier sont autant de décisions que l'émetteur doit prendre de manière réfléchie afin de s'assurer du succès du placement des titres.

D'un point de vue théorique, l'introduction en Bourse est une opération financière largement étudiée. La littérature financière se rapportant aux multiples problématiques rencontrées dans ce type d'opération est abondante. Les premiers travaux qui ont traité des introductions en Bourse ont mis en exergue les différentes asymétries d'information rencontrées par les intervenants, principalement celles entre l'émetteur et la banque chef de file. C'est ainsi que Baron (1982), Rock (1986) et Allen et Faulhaber (1989) montrent, à travers leurs trois modèles respectifs, que la sous-évaluation initiale est une compensation adressée au banquier introducteur pour son effort de révélation de l'information privée. La présence d'investisseurs informés et non informés conduit donc l'entreprise émettrice à utiliser la décote initiale comme un signal sur sa propre qualité. Ces trois modèles fondateurs vont constituer une base théorique pour tous les chercheurs qui ont trouvé des explications, des plus simples aux plus avancées, au phénomène de sous-évaluation. En effet, la constatation d'une décote du prix d'offre aux premiers jours de cotation, à l'échelle internationale, et sa vérification empirique ont motivé la recherche d'explications à cette anomalie des marchés boursiers, parmi elles la réputation de la banque chef de file.

Dès lors, la sélection d'une banque chef de file et celle d'un syndicat bancaire sont primordiales pour assurer le succès d'une introduction en Bourse. Le rôle de ces derniers sera d'autant plus important que les connaissances de l'émetteur sur les marchés financiers seront faibles. En effet, l'intermédiaire financier engage sa responsabilité lorsqu'il obtient un mandat d'introduction en Bourse. Cette responsabilité est multiforme, allant de la préparation à l'introduction en Bourse et de l'établissement du prospectus à la coordination entre les différents conseils de l'entreprise. Parallèlement, la fonction certification de la banque chef de file est essentielle, Booth et Smith (1986) et Beatty et Ritter (1986) montrant de leur côté que les investisseurs ne peuvent avoir confiance en un prix d'offre fixé par l'émetteur lui-même. Par conséquent, le recours à une banque d'affaires permet de certifier que le prix d'émission proposé concorde avec l'information interne de l'entreprise sur ses profits et bénéfices futurs.

Les critères de choix Emetteur / Banque chef de file sont complexes. L'émetteur se doit de sélectionner la banque chef de file qui s'assurera du succès de l'introduction en Bourse, qui permettra d'attirer le plus grand nombre d'investisseurs et qui sera la moins coûteuse en termes de commissions bancaires. Il devra également choisir entre des banquiers historiques, en l'occurrence les banques avec lesquelles il a des relations bancaires et un historique d'opérations, et des banques plus compétentes, celles qui disposent d'une expertise dans la cotation des entreprises du même secteur. Il devra prendre également en considération la présence de banques réputées, qui figurent dans le *top ten* des *league tables* internationales et qui ont la plus grande part de marché en termes de volume d'opérations réalisées ou de capitaux levés.

Pour ce dernier critère de réputation de la banque chef de file, les différents articles de recherche ont montré que les banques les plus réputées sont les plus sélectives et les plus coûteuses, protégeant ainsi leur capital réputationnel. Par ailleurs, les travaux empiriques, réalisés majoritairement sur le marché américain, mettent en évidence l'impact positif de cette réputation du chef de file dans l'atténuation des déviations observées sur le marché boursier, à l'image de la sous-évaluation initiale et de la sous-performance à long terme des titres. En effet, l'importance de la réputation du chef de file a été mise en évidence par Beatty et Ritter (1986), Booth et Smith (1986) et Rock (1986). Ces auteurs ont modélisé la relation entre l'incertitude *ex ante* et les rentabilités initiales attendues et constatent que la sous-évaluation initiale est reliée positivement au degré d'asymétrie d'information entre la firme émettrice et les investisseurs potentiels. Ils affirment que la réputation de la banque chef de file permet de réduire les problèmes de sélection adverse et de hasard moral et donc de réduire l'asymétrie d'information liée à l'introduction en Bourse.

Pour sa part, la banque introductrice devra choisir les membres du syndicat bancaire afin de partager le risque de l'émission, élargir la couverture pour le placement des titres tout en évitant une dispersion trop grande des commissions avec les autres banques. Elle aura également pour tâche de sélectionner l'entreprise émettrice pour laquelle la probabilité de réussite de l'offre sera élevée, la taille des capitaux à lever sera intéressante et qui aura le meilleur profil risque/rentabilité. Si la littérature financière se rapportant à ce sujet demeure limitée tout en l'ayant étudié sous l'angle de la sélection unilatérale de ces deux intervenants, certains auteurs tels Fernando *et al.* (2005) considèrent que ce choix est mutuel, à l'image des contrats d'introduction en Bourse dans lesquels l'émetteur et le chef de file se mettent d'accord sur le fait que leurs intérêts coïncident.

Face à la richesse de l'apport théorique et à la confirmation empirique de la réputation de la banque chef de file dans la réduction de la sous-évaluation initiale subie par l'émetteur, nous tentons de vérifier cette hypothèse sur le marché boursier européen. En effet, l'originalité de notre travail réside dans le fait que très peu de travaux de recherche se sont intéressés à l'étude de la composition du syndicat bancaire et à la sélection du chef de file dans les introductions en Bourse européennes.

D'un point de vue méthodologique, nous alternons des procédures classiques et des procédures originales pour la recherche en finance. Le premier chapitre présente de façon exhaustive, dans une de ses sections, les trois modèles fondateurs qui ont expliqué les asymétries d'information subies par les différents intervenants lors d'une introduction en Bourse. Dans le deuxième chapitre, nous présentons une étude de cas, à savoir l'introduction en Bourse d'EDF, et nous entreprenons une démarche qualitative dans laquelle nous essayons de prendre en compte la réalité économique et financière. Ainsi, nous réalisons 13 entretiens avec des professionnels du marché financier, qui seront utilisés pour former un cadre d'analyse et des orientations de recherche conformes aux propos de nos interlocuteurs. Enfin, notre troisième chapitre a pour objet une étude statistique réalisée sur un échantillon d'introductions en Bourse européennes.

D'un point de vue pratique, ce document s'adresse aux chercheurs en finance intéressés par l'univers des introductions en Bourse, mais également aux professionnels désireux de comprendre les facettes d'une introduction en Bourse, les relations entre les principaux acteurs et les conflits d'intérêts potentiels. Notre problématique est relativement simple. Quelle banque chef de file et quel syndicat bancaire doit-on sélectionner pour que l'introduction en Bourse soit réussie, eu égard aux différentes problématiques liées à ce type d'opération ? Une sélection optimale devrait réduire les asymétries rencontrées par l'émetteur. L'intérêt pour les professionnels paraît évident. Leur objectif est que l'introduction en Bourse soit réussie en limitant au maximum les frais y afférents. Si le choix d'une banque chef de file réputée et d'un syndicat bancaire élargi permet d'assurer le succès de l'opération et de limiter la sous-évaluation du titre lors de sa cotation, alors cette sélection optimale paraît opportune.

Nous orientons notre recherche vers cinq points principaux : la décision d'introduction en Bourse, les asymétries d'information et autres anomalies des marchés boursiers, le rôle

et le choix de la banque chef de file, l'importance de la syndication bancaire et la réputation du chef de file comme atténuateur des déviations observées sur les marchés de cotation. Ces cinq sujets vont délimiter notre cadre de recherche. Plusieurs thèmes peuvent être associés aux intermédiaires-conseils lors des introductions en Bourse : à titre d'exemple, l'effet de stabilisation des titres par les banques introductrices. Logue *et al.* (2002) remarquent une relation significative entre les activités de stabilisation réalisées par la banque chef de file après cotation et les rendements observés à long terme. Nous relevons également le changement de banque chef de file entre l'introduction en Bourse et l'augmentation de capital. A ce titre, Krigman *et al.* (2001) montrent que les critères les plus importants du changement de chef de file sont la réputation acquise par ce dernier ainsi que la qualité et la réputation du département d'analyse et de recherche de la banque d'affaires. Enfin, le cabinet d'audit choisi peut également constituer un signal sur la qualité de l'émetteur et réduire les déviations constatées en Bourse. Ainsi, Broye (1998) étudie les déterminants du choix de l'auditeur dans le cadre particulier et ponctuel des introductions en Bourse et relève l'impact positif de la réputation du cabinet d'audit dans la réduction de la décote initiale.

Nous nous sommes donc concentré au niveau de notre premier chapitre sur ces cinq points principaux. Dans la première section, nous soulignons les raisons qui incitent l'entreprise émettrice à s'introduire en Bourse et mettons en évidence les coûts associés à ce type d'opération, qu'ils soient directs ou indirects. Nous présentons les asymétries d'information subies par les intervenants à l'introduction en Bourse et analysons les modèles fondateurs ayant apporté des explications au phénomène de sous-évaluation initiale des titres. Nous présentons une revue de littérature exhaustive sur les hypothèses explicatives de cette sous-évaluation et relevons les différents résultats empiriques observés sur les marchés mondiaux. Dans la deuxième section, nous nous intéressons à la banque chef de file et à l'importance de la syndication bancaire. Nous mettons en évidence le rôle de la banque chef de file dans l'introduction en Bourse et les différents critères de sélection utilisés par l'émetteur pour choisir cette dernière. Nous traitons également de la problématique de la syndication bancaire et présentons les différentes raisons et facteurs déterminants dans la constitution d'un syndicat élargi. Enfin, nous focalisons notre recherche sur le phénomène de réputation de la banque chef de file que nous définissons, et exposons les différentes méthodes utilisées dans la littérature financière pour mesurer cette réputation. Nous étudions également les relations entre la réputation et les différentes

imperfections des marchés boursiers, à savoir la sous-évaluation initiale et la sous-performance à long terme des titres.

Le deuxième chapitre va présenter l'étude de cas d'une introduction en Bourse majeure réalisée sur le marché boursier français. Le but recherché est de confronter notre base théorique à la réalité économique et financière. Nous tentons d'analyser en profondeur les caractéristiques de cette opération au regard des éléments de littérature étudiés précédemment, essayons de comprendre les mécanismes d'émission sur le marché boursier français et vérifions les résultats empiriques observés outre-Atlantique. Sachant que l'étude de cas est critiquée pour sa subjectivité, nous entreprenons une démarche qualitative afin que les questionnements relevés dans cette étude de cas trouvent leur réponse. Les entretiens réalisés avec un échantillon d'entreprises émettrices et banques chefs de file françaises vont nous permettre d'avoir une vision générale et concrète des différentes problématiques rencontrées par l'émetteur lors d'une introduction en Bourse, et ce à toutes les phases de l'opération, à savoir de la décision de cotation jusqu'au suivi du titre par la banque chef de file sur le marché secondaire.

Le troisième chapitre consiste en une étude empirique réalisée sur le marché boursier européen. Notre échantillonnage porte sur trois pays européens, en l'occurrence la France, la Grande-Bretagne et l'Allemagne, ces trois pays concentrant plus de 85 % des introductions en Bourse effectuées sur la période 1995-2005. Dans la première section de ce chapitre, nous présentons les différents apports théoriques relatifs à nos deux hypothèses à tester. Ainsi, nous apportons des éclaircissements sur la structure de la syndication bancaire en Europe en mettant en relation la taille du syndicat bancaire respectivement avec le risque de placement des titres et la réputation de la banque chef de file. Dans la deuxième section, nous présentons la méthodologie utilisée ainsi que les résultats de l'étude statistique, ces derniers nous permettant de vérifier certaines hypothèses validées et testées empiriquement sur les marchés boursiers américains.

Premier chapitre

Apports théoriques et cadre de recherche

Section I - Introduction en Bourse, asymétries d'information et anomalies des marchés boursiers	11
Section II - Banque chef de file et syndication bancaire.....	81

Section I - Introduction en Bourse, asymétries d'information et anomalies des marchés boursiers

« L'entreprise candidate à une introduction en Bourse doit avoir une histoire à raconter. Les investisseurs veulent comprendre d'où elle vient et ce qu'elle fait, quels sont ses produits et marchés, quels sont les facteurs de succès et quelles sont ses perspectives. Toutes ces informations constituent l'equity story qui fournit aux investisseurs la lisibilité et la visibilité dont ils ont besoin pour prendre leur décision d'investissement. Cette décision est, généralement, confortée par une prime de risque intéressante du fait de la méconnaissance de l'entreprise émettrice des marchés financiers. » Les propos tenus par ce banquier d'affaires montrent que l'opération d'introduction en Bourse est une décision capitale dans la vie d'une entreprise. Elle doit être mûrement réfléchie et décidée de manière conjointe par les actionnaires et dirigeants car elle présente de multiples inconvénients, parmi lesquels les coûts de l'opération sous leurs différentes formes.

A ce sujet, la terminologie anglo-saxonne qui qualifie l'introduction en Bourse est très pertinente : *going public* ou « devenir public ». Ainsi, une entreprise privée, connue par son seul banquier, devient publique aux yeux des marchés financiers. Ce passage de l'ombre à la lumière implique pour la firme émettrice la capacité de réaliser les réformes nécessaires afin de faire face aux risques du changement de statut (transparence, publication des comptes, information privée), aux exigences des investisseurs et des marchés, et ce malgré les coûts que cela entraîne. Dans ces conditions, quelles sont les raisons qui motivent les entreprises à réaliser une opération d'introduction en Bourse ?

Au-delà des aspects institutionnels de cette décision, l'opération d'introduction en Bourse a longtemps été décrite comme une simple étape dans le développement d'une entreprise. Cependant, l'augmentation des volumes d'émission durant ces deux dernières décennies tant en Europe qu'aux Etats-Unis montre que la décision d'introduction en Bourse n'est pas une étape que toutes les entreprises désirent franchir mais plutôt un choix. Dans ce contexte, la question qui se pose est de savoir pourquoi certaines entreprises choisissent d'entrer en Bourse et d'autres non. Pour y répondre, nous développons dans cette section les avantages et les inconvénients de la cotation des titres.

Quelles que soient les motivations de l'entreprise, la réussite de l'opération d'introduction en Bourse passe par la capacité de cette dernière à attirer les investisseurs pour qu'ils souscrivent aux titres offerts, tout en limitant au maximum le coût de l'opération. Au-delà des coûts directs liés à ce type d'opération, le coût de sous-évaluation

des titres à la cotation est beaucoup plus important et fait l'objet de recherches et validations empiriques abondantes. En effet, une introduction en Bourse, sur le marché américain ou européen, se manifeste généralement par une hausse importante du cours des actions de la firme après cotation. Ainsi, au premier jour d'échanges boursiers, le cours affiche une rentabilité moyenne de l'ordre de 10 à 30 %.

Cette sous-évaluation du prix d'introduction est un gain pour les investisseurs, mais un coût pour les actionnaires d'origine de la firme introduite. Comment peut-on alors justifier le fait que les actionnaires acceptent de laisser « autant d'argent sur la table » ? Pour répondre à cette problématique, nous développons dans la deuxième partie de cette section les différentes explications de ce phénomène de sous-évaluation. Nous montrons que l'introduction en Bourse se caractérise par de multiples asymétries d'information entre les différents participants à ce type d'opération (émetteur, investisseur, intermédiaire-introducteur).

Parallèlement, nous présentons et développons les modèles fondateurs qui ont insisté sur l'élaboration d'un contrat optimal compte tenu des différentes inefficiences ou anomalies qui régissent le marché des introductions en Bourse. Nous exposons en premier lieu le modèle de Baron (1982) montrant que l'émetteur, ne pouvant observer l'effort réalisé par l'intermédiaire-introducteur pour placer ses titres, confiera la fixation du prix d'offre à ce dernier, en contrepartie d'une compensation (décote initiale ou sous-évaluation) pour son effort de révélation d'information privée. En second lieu, sachant que le marché boursier est caractérisé par l'intervention de plusieurs investisseurs (OPCVM, institutionnels, particuliers, investisseurs étrangers, etc.) aux fonctions d'utilité différentes, nous développons le modèle de Rock (1986) qui justifie la sous-évaluation des titres par la présence d'investisseurs informés et non informés lors d'une opération d'introduction en Bourse. Enfin, l'entreprise émettrice se doit de « séduire » les investisseurs potentiels afin de s'assurer du succès de l'opération. Dans ce sens, nous présentons le modèle d'Allen et Faulhaber (1989) qui, à l'aide de la théorie du signal, montre que la sous-évaluation est un signal utilisé par les émetteurs de bonne qualité qui désirent s'introduire en Bourse.

Dans la troisième partie de cette section, nous analysons les autres explications de la sous-évaluation des titres et présentons de manière détaillée les différents résultats empiriques observés sur les marchés mondiaux.

1- La décision d'introduction en Bourse

L'entreprise est confrontée durant ses différents cycles de vie à la nécessité de disposer des ressources nécessaires pour financer sa croissance ou diversifier ses activités. Qu'elle soit en phase de démarrage ou de consolidation, l'entreprise est en quête perpétuelle de financement pour investir : élargissement de la clientèle, développement de nouveaux produits, dépenses en recherche et développement, commercialisation et distribution, croissance externe, etc. Si le financement bancaire a longtemps constitué le principal mode de financement du cycle d'exploitation des entreprises, les marchés financiers se distinguent par leur capacité à offrir l'accès à des capitaux longs. En effet, les instruments financiers utilisés, principalement les actions et obligations, permettent de mobiliser des ressources disponibles sur le long terme, mieux appropriées pour le financement des investissements. En outre, les opérations d'émission d'actions sont stratégiques pour les entreprises car elles permettent de renforcer le haut de bilan et d'améliorer la structure financière.

Parmi les différents outils ou moyens financiers dont disposent les entreprises pour accélérer leur croissance ou améliorer leur rentabilité, l'introduction en Bourse apparaît comme une option judicieuse afin de lever des fonds. En effet, les trois principales parties concernées par l'introduction en Bourse ont des objectifs complémentaires. D'un côté, l'entreprise qui désire lever des fonds aura pour objectifs de maximiser le revenu de son introduction en Bourse, de construire un actionnariat stable et élargi et d'accroître sa notoriété. Il s'agira aussi pour le management de la compagnie de s'assurer que l'opération d'émission est un succès et de crédibiliser son image vis-à-vis du marché. De l'autre côté, lorsque le vendeur et l'entreprise ne sont pas confondus, l'objectif principal du vendeur est de maximiser la valeur de ses actions, même si certains actionnaires sortants ne cèdent pas la totalité des titres au moment de l'introduction en Bourse, et préfèrent attendre une forte rentabilité des titres après cotation.

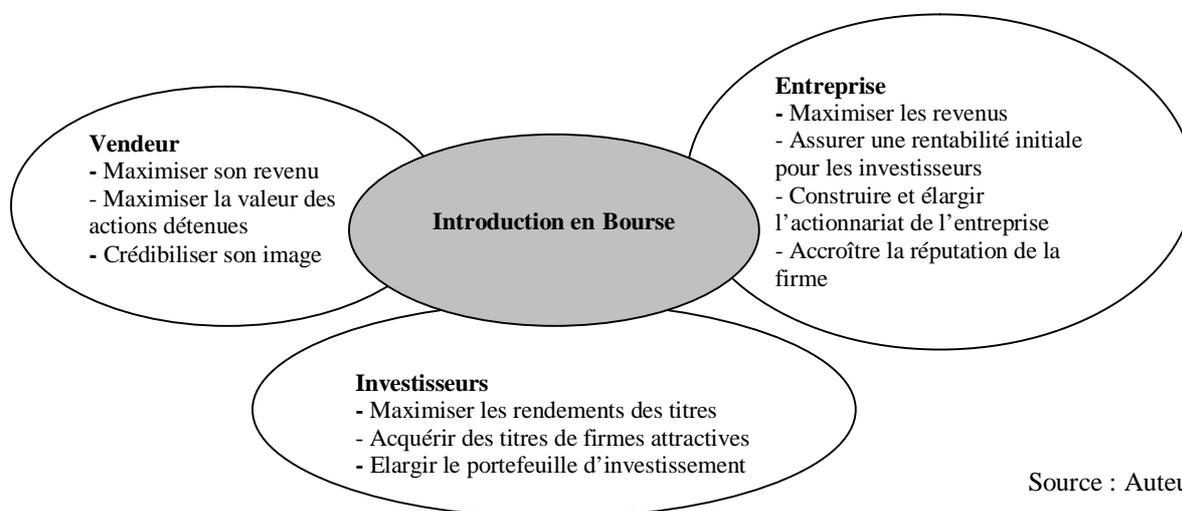
Enfin, les investisseurs espèrent, quant à eux, maximiser le rendement des titres après cotation. Cela se manifeste à travers la décote¹ lors des premiers jours de cotation mais aussi à travers le rendement des titres à moyen et long terme. En effet, les opérations d'introduction en Bourse demeurent, pour les investisseurs, plus opportunes et moins

¹ La décote, ou rentabilité initiale ou sous-évaluation, peut être définie comme le pourcentage de la différence entre le cours de clôture des premiers jours de cotation et le prix d'offre. Nous alternerons l'utilisation de ces trois expressions tout au long de notre thèse.

coûteuses (commissions supportées par l'émetteur) que des opérations d'achat de titres sur le marché secondaire.

Si, dans une introduction en Bourse, les objectifs des trois parties sont complémentaires, ils ne sont toutefois pas identiques. Ainsi, le rôle de la banque chef de file² revêt toute son importance puisqu'elle va organiser et réaliser l'opération d'introduction en Bourse tout en s'assurant du maintien d'un équilibre d'intérêts entre les trois intervenants. Cependant, l'une des principales difficultés des banques chefs de file sera la gestion des conflits d'intérêts potentiels entre les firmes émettrices et les investisseurs.

Schéma 1 – Objectifs des principaux intervenants dans une introduction en Bourse



Les opérations d'émission apparaissent comme de formidables outils de levées de fonds dès lors que les capacités d'emprunt des entreprises deviennent saturées. En effet, les théories de hiérarchisation des modes de financement³ ainsi que leurs validations empiriques montrent que l'entreprise n'a recours aux marchés financiers qu'après épuisement de ses capacités d'autofinancement puis d'endettement. Dès lors, l'opération d'introduction en Bourse constitue un instrument financier majeur, présentant des avantages mais aussi des inconvénients compte tenu des règles de fonctionnement des marchés de capitaux.

² Nous utiliserons simultanément les termes de « banque chef de file », « banquier introducteur » ou « intermédiaire-introducteur » pour désigner la banque d'affaires chargée de la préparation, de l'organisation et de l'exécution de l'opération d'introduction en Bourse. Elle participe également au choix du syndicat bancaire et des investisseurs pour l'allocation des titres.

³ Le concept d'ordre hiérarchique des sources de financement n'est pas nouveau. En 1961, Donald Son affirmait que les entreprises s'abstiennent habituellement d'émettre des actions et n'empruntent que si l'investissement requiert des fonds propres supérieurs aux *cash-flows* existants. En 1984, Myers et Majluf vont modéliser le comportement de financement hiérarchique.

1-1 Avantages et inconvénients d'une introduction en Bourse

1-1-1 Les avantages d'une introduction en Bourse

L'introduction en Bourse répond à une triple exigence : assurer la mobilité du capital, diversifier ses possibilités de financement et enfin accroître sa notoriété.

La mobilité du capital permet de faciliter le désengagement des actionnaires minoritaires. En effet, la cotation boursière permet à l'actionnaire sortant de céder le nombre désiré de titres à tout moment sur le marché, mais surtout d'utiliser comme base de transaction le prix de marché constaté qu'est le cours de Bourse. La mobilité du capital permet également à certains actionnaires, à l'image de la famille, des salariés, ou des capitaux-risqueurs, de se désengager de la société tout en réalisant des plus-values. Ainsi, la cotation en Bourse rend les actions plus liquides, donc plus facilement cessibles, et par conséquent assure la mobilité du capital. Les actionnaires peuvent alors profiter des périodes haussières de la Bourse pour céder tout ou partie de leurs titres de propriété et ainsi réaliser des plus-values. Une telle opportunité ne s'offre qu'aux seuls actionnaires des entreprises cotées (Jacquillat, 1994).

L'introduction en Bourse permet également à l'entreprise de lever des fonds lorsque ses possibilités de financement traditionnel, en l'occurrence le financement bancaire ou le financement par les actionnaires, deviennent insuffisantes ou totalement consommées. L'admission aux négociations sur un marché organisé va permettre d'accéder à des capitaux par appel public à l'épargne et de mettre en place une véritable politique d'émission d'instruments financiers. En général, les capitaux levés suite à une introduction en Bourse ont pour but de développer l'activité de l'entreprise et de réduire ses niveaux d'endettement. En effet, aux Etats-Unis, le concept de développement et de croissance d'une entreprise est très fort et l'introduction en Bourse est perçue par les marchés financiers comme un signal de réussite de la société.

Dès sa création, les dirigeants d'une firme vont financer leur entreprise avec des ressources financières personnelles. Lorsque l'activité commence à se développer, les dirigeants s'autofinancent en recourant aux ressources de l'entourage proche, à savoir les amis ou la famille⁴. A un certain niveau de développement de l'activité, le financement

⁴ Le capital de proximité ou *love money* consiste pour les entrepreneurs en la collecte de capitaux auprès des proches, de la famille ou des amis lors de la constitution de la société ou lors d'opérations d'augmentation de capital.

bancaire est nécessaire. Si la firme croît de manière rapide, elle devra rechercher des fonds propres additionnels en recourant soit à des capitaux-risqueurs soit à des investisseurs institutionnels. Enfin, l'entreprise, à un certain stade de maturité, s'introduira en Bourse pour lever des fonds qui vont lui permettre de financer les étapes futures de sa croissance. L'introduction en Bourse permet également aux entreprises de limiter leur endettement en facilitant les augmentations de capital. En effet, les montants levés suite à la cession des titres sur le marché de cotation viennent renflouer les capitaux propres de l'entreprise, ce qui permet d'améliorer le ratio d'endettement ou *gearing*. La cession d'une part élevée des titres aux actionnaires particuliers permet de se financer en préservant l'unité de direction de l'entreprise tout en assurant la liquidité du titre après cotation.

Enfin, l'accès aux marchés boursiers permet à l'entreprise d'accroître sa notoriété. Ses relations avec la clientèle, les fournisseurs, et même les banques (meilleur scoring, baisse du coût de la dette) en seront améliorées. De plus, la firme introduite en Bourse est perçue par le marché comme ayant atteint une dimension économique et financière la situant dans une catégorie de risque inférieure par rapport aux sociétés non cotées. L'admission en Bourse conduit de ce fait à la mise en place d'une politique de communication et à un effort de transparence qui ne peuvent qu'améliorer l'image de l'entreprise.

Il apparaît donc que l'introduction en Bourse est une décision stratégique de grande importance dans le cycle de vie d'une entreprise. Cette dernière choisit le moment opportun de sa cotation lorsque ses résultats comptables et financiers sont en forte croissance, et ce afin de satisfaire le maximum d'investisseurs potentiels. En effet, plusieurs études empiriques ont montré que certaines périodes, qualifiées de fenêtres d'opportunité⁵, ou *windows of opportunity*, permettent aux émetteurs potentiels de bénéficier de meilleures cotations. Ces périodes sont généralement caractérisées par des volumes d'émission et des niveaux de valorisation très élevés et sont souvent qualifiées de *hot period* ou *hot market*⁶.

⁵ La fenêtre d'opportunité représente la période pendant laquelle les dirigeants de l'entreprise observent une surévaluation des titres d'entreprises comparables sur le marché des introductions en Bourse. Les incitations à la cotation sont plus fortes à ce moment-là pour les dirigeants car ils considèrent que les investisseurs anticipent une future amélioration des opportunités de croissance dans un secteur donné. Ainsi, l'opportunité de cotation pendant cette période est forte car elle permet aux dirigeants de profiter de niveaux de valorisation élevés (Ritter, 1991).

⁶ Le marché des introductions en Bourse a tendance à suivre deux cycles, un cycle où la demande de titres est très forte (*hot market*) et un cycle où les entreprises émettrices ont du mal à placer leurs titres à un prix raisonnable (*cold market*). Ces deux cycles ont une influence non seulement sur le nombre d'introductions en Bourse réussies, mais aussi sur le montant et la variance de la décote initiale.

La littérature financière concernant les avantages des opérations d'introduction en Bourse est abondante. Jusqu'au début des années 80, l'opération d'émission était considérée comme une étape importante dans la vie d'une entreprise, permettant une large diversification de l'actionnariat ainsi que la cession de parts pour les actionnaires existants (Zingales, 1995 ; Brau et Fawcett, 2006). Durant ces deux dernières décennies, plusieurs recherches ont montré que l'introduction en Bourse permettait de résoudre les problèmes d'asymétries d'information (Myers et Majluf, 1984 ; Chemmanur et Fulghieri, 1999) et de faciliter les opérations futures de fusion et acquisition (Zingales, 1995). En effet, Myers et Majluf (1984) partent du postulat qu'il existe un ordre hiérarchique de financement, avec le financement en capitaux propres au bas de la hiérarchie résultant d'un degré plus important d'asymétrie d'information entre l'émetteur et l'investisseur sur la valeur de la firme. Pour leur part, Chemmanur et Fulghieri (1999) montrent que la réduction de l'asymétrie d'information pour les petites entreprises n'est pas plus importante que la prime de risque exigée par les investisseurs privés, induisant une plus grande difficulté pour ce type d'entreprise à s'introduire en Bourse.

L'introduction en Bourse présente également plusieurs autres avantages, à savoir l'élargissement de la base d'investisseurs (Merton, 1987), la reconnaissance de la notoriété de l'entreprise et la publicité (Brau *et al.*, 2003), l'accroissement de la liquidité de l'entreprise et du pouvoir de négociation avec les banques et les organismes de crédit (Rajan, 1992), l'exploitation des erreurs d'évaluation (Ritter, 1991). Ritter affirme que les dirigeants d'entreprise qui observent une surévaluation des titres d'entreprises cotées concurrentes pendant une période donnée sont davantage incités à réaliser l'opération d'introduction en Bourse. Enfin, Bradley *et al.* (2003) affirment que l'opération d'émission permet aux entreprises candidates de bénéficier d'opinions et recommandations favorables de la part des analystes à la suite de la période de calme ou *quiet period*⁷. Ainsi, les effets combinés de ces nombreux avantages permettent de réduire le coût du capital.

Cependant, les opérations d'introduction en Bourse présentent de nombreux inconvénients, parmi lesquels la communication financière, la dilution du pouvoir décisionnel et de contrôle ainsi que les coûts d'accès au marché des capitaux. Ces éléments

⁷ La période de calme ou *quiet period* est une particularité du marché des introductions en Bourse américaines. Durant cette période, qui s'étend trente jours avant l'introduction à quarante jours après l'appel au marché, la société qui a fait appel à l'épargne a l'interdiction de communiquer auprès du public et des institutionnels. Dans la pratique, cela donne lieu à d'importants échanges de titres et à des spéculations à la fin de cette période.

sont autant de facteurs qui freinent les entreprises, principalement de petite taille, dans leur recours à ce type d'instrument financier.

1-1-2 Les inconvénients d'une introduction en Bourse

L'opération d'introduction en Bourse présente de nombreux désavantages, bien que chaque entreprise candidate perçoive cela différemment. Parmi les inconvénients habituellement identifiés, nous relevons principalement la divulgation d'informations financières, la perte de contrôle possible et le coût de l'introduction en Bourse. Nous consacrerons la partie suivante à ce dernier élément compte tenu de son importance en tant que frein majeur dans la décision d'accès aux marchés financiers.

Quand une entreprise s'introduit en Bourse, elle passe d'un actionnariat et d'une structure privée au domaine public. Cela augmente considérablement le nombre de personnes qui ont accès aux rapports financiers. Les firmes émettrices se doivent de révéler de l'information privée aux marchés, aux autorités des marchés financiers, aux régulateurs et aux investisseurs afin que ces derniers prennent leur décision d'achat ou de vente de titres. Cette obligation de transparence vis-à-vis du marché est une contrainte coûteuse d'un point de vue stratégique. En effet, l'entreprise informe le public, particulièrement ses concurrents, sur sa situation financière et ses perspectives d'avenir. Cette perte d'autonomie en termes de diffusion d'information peut être dommageable pour l'entreprise. En effet, la couverture de cette dernière par les analystes financiers mais aussi par la presse financière impacte directement la valorisation du titre en Bourse sous l'effet des informations positives ou négatives sur l'état et le devenir de l'entreprise.

La perte de contrôle est également un inconvénient pour tout actionnaire qui désire rester maître à bord de son entreprise. L'entrée dans le capital de nouveaux investisseurs impose de disposer de l'accord de l'ensemble des actionnaires pour toute décision financière future lors des assemblées générales. De plus, l'entreprise devient exposée aux menaces de prise de contrôle hostile dès lors que son cours baisse de manière prononcée. A cet effet, différentes mesures de défense anti-OPA existent et peuvent être mises en place avant l'opération d'introduction en Bourse (Casares Field et Karpoff, 2000). En effet, ces derniers montrent que les managers prennent des mesures anti-OPA au moment de l'opération afin de conserver le contrôle, de manière à protéger leur consommation de bénéfices privés. Leurs résultats empiriques indiquent que les entreprises qui adoptent des mécanismes anti-OPA ont moins de chance de faire l'objet d'un changement de contrôle.

Enfin, les coûts d'introduction en Bourse sont multiples et interviennent à toutes les phases de l'opération. Ils handicapent fortement les entreprises, principalement celles de petite taille, pour réaliser des opérations d'émission. Nous distinguons les dépenses supportées par l'entreprise émettrice avant, pendant et après l'introduction en Bourse. Pour les coûts indirects, nous relevons le phénomène de sous-évaluation. En effet, la décote initiale des titres est un écart constaté entre le premier cours de cotation et le prix d'offre. Il participe à la diminution de la valeur de l'entreprise, du moins la part des titres cédés pendant l'introduction en Bourse, ce qui constitue par conséquent un élément de coût implicite de l'introduction en Bourse.

Au même titre que les motivations, les réticences liées à l'introduction en Bourse ont fait l'objet de théories explicatives. La principale réticence citée dans la littérature demeure l'importance des coûts liés à l'ouverture du capital, telle que soulevée par Ritter (1981) et Pagano *et al.* (1998). La cotation en Bourse provoque également une perte de confidentialité puisqu'elle contraint les firmes candidates à diffuser de l'information sur leurs activités, leurs stratégies et leurs perspectives (Campbell, 1979) et les expose à des phénomènes de sélection adverse et de comportement opportuniste dès lors que la communication financière de ces firmes fait défaut. Au-delà des coûts directs, l'entreprise émettrice fait face également au phénomène de sous-évaluation, aux contraintes liées à la liberté d'action lors de la prise de décision ainsi qu'aux contraintes fiscales. En effet, Pagano *et al.* (1998) montrent sur le marché boursier italien que les entreprises introduites paient plus de taxes fiscales après la cotation, en raison d'une plus grande transparence des états financiers.

Tableau 1 – Principaux avantages et inconvénients d’une introduction en Bourse

Auteurs	Avantages
Zingales (1995) Mello and Parsons (2000) Brau et Fawcett (2006) Ang et Brau (2003)	Maximisation du produit de cession de l'entreprise pour l'actionnaire cédant et facilitation des opérations d'acquisition futures
Merton (1987) Chemmanur et Fulghieri (1999)	Elargissement de la base d'investisseurs et de la structure d'actionnariat de la firme
Rajan (1992) Pagano et Al (1998)	Amélioration du pouvoir de négociation avec les banques et les organismes de crédit
Myers et Majluf (1984) Myers (1984)	Ordre hiérarchique de financement
Bradley et Al (2003) Ritter (1991)	Couverture par les analystes : recommandations favorables après cotation Profiter des conditions de marché et fenêtres d'opportunité
Pichler et Al (2001) Brau et Al (2003)	Amélioration de la publicité et réputation de l'entreprise
Auteurs	Inconvénients
Ritter (1981) Pagano et Al (1998) Pagano et Al (1995b)	Coûts d'introduction en bourse
Campbell (1979) Chemmanur et Fulghieri (1999) Yosha (1995) Grinblatt et Titman (1998)	Diffusion d'informations et perte de confidentialité, surveillance par le marché

Source : Articles publiés par les auteurs

1-2 Les coûts d'introduction en Bourse

L'Autorité des marchés financiers⁸ (AMF), anciennement appelée Commission des opérations de Bourse, a réalisé plusieurs enquêtes sur le coût d'introduction en Bourse sur le marché français, dont la plus récente date de 1992. Ces enquêtes ont montré que le coût total d'émission comprenait à la fois des coûts explicites et des coûts implicites. Les premiers découlent directement d'une exigence légale, les seconds résultent de l'ensemble des conditions nécessaires à la réussite d'une introduction en Bourse.

Ainsi, nous pouvons décomposer le coût total en trois types de coûts intervenant pendant les trois phases d'introduction en Bourse :

- les coûts *ex ante* : ce sont les coûts qui précèdent l'introduction en Bourse et qui sont liés aux opérations de restructuration et de réorganisation des activités ;

⁸ L'Autorité des marchés financiers est l'institution française en charge de veiller à la bonne application des règles qui régissent le marché boursier français (règles d'admission, fonctionnement du marché et des intervenants, suivi de l'information communiquée au marché...). L'AMF résulte de la fusion entre la Commission des opérations de Bourse (COB) et le Conseil des marchés financiers (CMF).

- les coûts *on going* : ce sont les coûts liés à l'introduction en Bourse et qui sont en général facilement mesurables ;
- les coûts *ex post* : il s'agit des frais postérieurs à l'introduction tels que l'obligation d'information, le contrôle des comptes.

1-2-1 Les coûts *ex ante*

Ces coûts sont nécessaires avant toute opération d'introduction en Bourse d'une entreprise, car il s'agit pour celle-ci de se mettre au grand jour en présentant une structure financière et juridique saine et compréhensible pour les investisseurs potentiels.

Ces coûts sont difficiles à mesurer par la firme car elle n'est pas capable de distinguer la part des coûts liée à l'entrée en Bourse de celle liée à la croissance naturelle de l'entreprise dans son environnement. La réalisation d'opérations de restructuration avant l'introduction en Bourse peut avoir des effets additionnels, dont une meilleure gestion de l'entreprise *ex post*, qui rendent difficile l'imputation du coût de ces opérations à la décision d'introduction en Bourse. En général, nous pouvons considérer deux frais principaux, à savoir les frais liés aux opérations antérieures à l'introduction en Bourse et les frais liés au recours à des intermédiaires extérieurs.

Les frais liés aux opérations antérieures à l'introduction en Bourse sont dans la plupart des cas dus à des opérations de restructuration d'activité ou à des opérations d'augmentation de capital. Ils sont le plus souvent associés à des firmes qui réalisent plusieurs opérations de croissance externe. Les frais liés aux intermédiaires extérieurs sont généralement dus au recours à des cabinets extérieurs spécialisés dans le conseil juridique et fiscal. La hausse de ces coûts s'explique principalement par l'augmentation des exigences de l'Autorité des marchés financiers et des intermédiaires-introducteurs en ce qui concerne la qualité et la rigueur des états financiers des sociétés émettrices.

Enfin, l'étude réalisée par l'AMF (1992) montre que ces coûts préalables à l'introduction en Bourse représentent en moyenne 14 % du total des frais d'introduction et 0,08 % de la capitalisation de l'entreprise émettrice.

1-2-2 Les coûts *on going*

Ces frais sont répartis en quatre postes principaux, à savoir la rémunération des intermédiaires-introducteurs et des sociétés de Bourse, les frais liés aux différentes

opérations de communication (notes de présentation et réunions d'information), les frais liés à la publicité financière et enfin la redevance AMF.

a- La rémunération des intermédiaires financiers et des sociétés de Bourse

Nous distinguons principalement les frais du syndicat bancaire et ceux des sociétés de Bourse en charge du placement des titres.

La rémunération des membres du syndicat bancaire varie selon le nombre d'intermédiaires sollicités, leur rang (banque chef de file, co-chef de file, banques associées) et le rôle qui leur est dévolu (rôle de conseil ou de partenariat)⁹. Ces frais varient en fonction de plusieurs critères, dont la participation ou non de la banque chef de file dans le capital de l'entreprise, la localisation de l'émetteur, la réputation des banques composant le syndicat bancaire et la part éventuelle des titres à émettre par les membres du syndicat. Pendant la négociation du contrat avec l'intermédiaire-introducteur, trois facteurs essentiels affectent la rémunération de la banque et son exposition au risque, à savoir les frais de garantie, le choix de la procédure de fixation des prix et l'option de surallocation¹⁰. La rémunération des banques du syndicat varie également en fonction de la taille de l'opération. Ces dernières sont prêtes à accepter de faibles rémunérations en raison de leur souhait d'accompagner l'entreprise lors de futures émissions de titres.

La rémunération des sociétés de Bourse, en charge du placement des titres, fait également partie des frais à prendre en compte par l'émetteur. Il s'agit principalement de la rémunération liée à la tenue du contrat de liquidité et aux commissions perçues lors des transactions sur les titres.

b- Les frais liés aux opérations de communication

Les opérations de communication s'articulent autour de la publication des notes de présentation, des plaquettes publicitaires et des réunions d'information. La plupart des entreprises font de leur introduction en Bourse une opération publicitaire de grande envergure pour bénéficier au maximum de l'effet de notoriété de la cotation.

⁹ Les rôles et fonctions des différents membres du syndicat seront présentés de manière détaillée au niveau du chapitre II de la revue de littérature.

¹⁰ L'option de surallocation est considérée comme une option de réservation d'actions supplémentaires, utilisée par les banques garantes en cas d'afflux de demande de titres. Cette option sera présentée de manière plus détaillée dans notre étude de cas d'EDF ainsi que dans notre étude qualitative.

Les notes de présentation, appelées dans le jargon boursier « prospectus » ou « notes d'information », sont obligatoires et doivent contenir les informations exigées par l'Autorité des marchés financiers. Des plaquettes publicitaires sont également éditées pour apporter aux investisseurs potentiels des informations financières, stratégiques et commerciales sur l'entreprise émettrice. Les entreprises émettrices ont fréquemment recours à des sociétés de communication qui se chargent de la réalisation de ces publications, ce qui représente un coût non négligeable. Pour leur part, les réunions d'information, rendez-vous incontournables avec les journalistes et les analystes financiers, sont plus ciblées et engendrent aussi des frais pour l'entreprise émettrice.

c- Les frais liés à la publicité financière

Outre les publications officielles au BALO¹¹ qui sont prises en charge par le syndicat bancaire, les firmes émettrices peuvent signer des contrats de publicité financière avec les supports presse et médias, qui couvriront l'opération d'introduction en Bourse. Ces contrats sont plus coûteux que les contrats de publicité classiques car l'information divulguée à travers ces supports est considérée par les éditeurs comme une publicité de placement des titres. Ces frais sont nécessaires pour la promotion de l'opération d'introduction en Bourse car les opérations de communication et de publicité ont un impact important sur les décisions des investisseurs.

d- La redevance AMF

L'introduction est soumise au visa de l'Autorité des marchés financiers, fait générateur de la redevance¹², qu'elle soit réalisée par augmentation de capital ou par cession de titres. Le montant de la redevance est de 0,15 % du montant des titres émis dans le public avec un plancher de perception fixé à 1 000 euros. L'étude de l'AMF (1992) révèle que les coûts liés à l'introduction en Bourse elle-même représentent en moyenne 53,5 % du total des frais d'introduction et 0,3 % de la capitalisation de l'entreprise.

¹¹ Le BALO (*Bulletin des annonces légales obligatoires*) publie l'ensemble des informations relatives aux sociétés faisant appel public à l'épargne et aux établissements bancaires et financiers, telles que les opérations financières, les avis de convocation aux assemblées générales, les comptes annuels, etc.

¹² Le fait générateur est constitué par les interventions de la Commission effectuées en application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier pour contrôler l'information figurant dans les documents établis en vue d'opérations financières portant sur des instruments financiers mentionnés à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier.

1-2-3 Les coûts *ex post*

Dès lors que l'opération d'introduction en Bourse est réalisée, l'entreprise émettrice fait face à de nouvelles obligations qui représentent un coût. Il s'agit de frais liés à l'obligation d'information. Un budget de communication est alors consacré à l'information des investisseurs à travers plusieurs supports. Ainsi, les publications au BALO sont obligatoires car imposées par l'Autorité des marchés financiers. Les frais liés à cette publication dépendent du volume des comptes annuels à publier. Plus ces derniers sont importants, plus les frais à payer sont élevés.

Les sociétés ont recours également à la publicité financière afin de transmettre de l'information à leurs investisseurs, à travers la diffusion de communiqués à l'occasion d'opérations financières ou d'informations susceptibles d'influencer l'évolution des cours. Ces informations transmises aux médias sont généralement de deux types, à savoir des informations directes sous la responsabilité de l'émetteur et des informations indirectes à travers des articles écrits par des journalistes. La publication annuelle obligatoire des rapports d'activité génère également des frais pour la firme introduite. Selon l'étude de l'AMF (1992), les coûts postérieurs représentent en moyenne 32,5 % du total des frais d'introduction et 0,2 % de la capitalisation de l'entreprise.

1-2-4 Les coûts d'introduction en Bourse dans la littérature financière

La littérature financière se rapportant à l'étude des coûts d'introduction en Bourse peut se résumer à l'article de Pagano *et al.* (1998). En effet, ces derniers récapitulent les différentes théories associées aux coûts de la décision d'introduction en Bourse. Selon ces théories, les principales variables susceptibles d'avoir un impact sur les coûts d'introduction en Bourse sont le phénomène de sélection adverse, le coût de l'opération d'émission ainsi que la perte de confidentialité.

En ce qui concerne la sélection adverse, il apparaît que les investisseurs sont en général moins informés que les émetteurs sur la vraie valeur de la firme qui désire s'introduire en Bourse. Cette asymétrie d'information affecte défavorablement la qualité des entreprises qui cherchent à émettre de nouvelles actions. Un faible prix de souscription permettrait de réussir l'opération d'introduction en Bourse, ce qui détermine par la suite l'amplitude de la sous-évaluation. Le coût de sélection adverse est un sérieux problème pour l'admission à la cotation des jeunes et petites entreprises qui disposent d'une faible visibilité sur les

perspectives de leurs activités. Ainsi, en présence de sélection adverse, les auteurs montrent que la probabilité d'introduction en Bourse doit être positivement corrélée à l'âge et/ou à la taille de l'entreprise.

Pour leur part, les coûts et charges administratives pèsent grandement dans la décision d'introduction en Bourse. Ces coûts, qui n'augmentent pas en fonction de la taille de l'opération d'émission, sont donc plus significatifs pour les firmes de petite taille. Ainsi, l'existence de coûts fixes à la cotation du titre suggère que la probabilité d'introduction en Bourse doit être positivement corrélée à la taille de l'entreprise.

Enfin, la cotation entraîne *de facto* une perte de confidentialité pour l'entreprise émettrice. En effet, le règlement des marchés d'émission d'actions oblige l'entreprise désireuse de s'introduire à dévoiler des informations dont la portée et le contenu sont cruciaux pour la compétitivité de l'entreprise, comme les données sur les projets de recherche et développement ainsi que les stratégies marketing futures. A ce sujet, Campbell (1979) a été le premier auteur à montrer que la perte de confidentialité exerce un effet dissuasif sur la volonté des firmes de lever des fonds sur les marchés financiers.

Tableau 2 – Prédictions empiriques des principales théories sur les coûts d'introduction en Bourse

Modèle	Auteurs	Prédictions empiriques	
		Effets sur la probabilité d'introduction en Bourse	Conséquences après l'introduction en Bourse
Sélection adverse et hasard moral	Leland et Pyle (1977), Chemmanur et Fulghieri (1995)	Les petites et jeunes entreprises ont une probabilité plus faible de s'introduire en Bourse	Relation négative entre la performance et la structure de propriété
Coûts fixes	Ritter (1987)	Faible probabilité pour les entreprises de petite taille	
Perte de confidentialité	Campbell (1979), Yosha (1995)	Faible probabilité de cotation pour les entreprises appartenant au secteur des hautes technologies	

Source : Pagano *et al.* (1998)

Sur le plan international, les coûts d'introduction en Bourse diffèrent selon les marchés de cotation. Dans ce sens, Ritter (1987) affirme que les coûts fixes des entreprises émettrices sur les marchés américains s'élèvent à 250 000 \$ et que les coûts variables représentent 7 % des capitaux levés, tandis que sur le marché boursier italien,

Pagano *et al.* (1998) affirment que les coûts variables représentent 3,5 % des montants levés. Enfin, Jacquillat (1994), dans son analyse, montre que les coûts de cotation représentent près de 1 % de la capitalisation boursière en France.

Pour leur part, Kaserer et Schiereck (2006) réalisent une comparaison internationale des coûts d'introduction en Bourse sur les six plus grands marchés boursiers mondiaux (Deutsche Börse, Euronext, Hong Kong Stock Exchange, London Stock Exchange-LSE, Nasdaq et New York Stock Exchange-NYSE). Les auteurs effectuent des analyses au sein des différents compartiments de ces marchés, principalement ceux dédiés aux grandes et petites capitalisations. Les principales conclusions de cette étude révèlent que : (1) la moyenne des coûts d'émission, sur la période 1999-2007, s'élève à 7,6 % pour Euronext, 7,7 % pour le New York Stock Exchange, 8,3 % pour Deutsche Börse, 9,5 % pour le Nasdaq, 12,6 % pour le London Stock Exchange et 14,6 % pour le Hong Kong Stock Exchange ; (2) les coûts de cotation sont plus élevés dans les compartiments dédiés aux petites capitalisations. A ce titre, le coût moyen sur le London *Main Market* s'établit à 10,9 % alors qu'il s'élève à 17,0 % pour l'AIM ; le coût moyen de cotation s'établit à 7,0 % pour l'Eurolist vs 8,5 % pour l'Alternext ; (3) les frais d'admission diffèrent assez sensiblement d'un marché boursier à l'autre. Pour les grandes capitalisations, Eurolist, LSE et NYSE sont les compartiments les plus chers alors que le Frankfurt *Prime/General Standard* présente les frais d'admission les plus favorables.

Enfin, Oxera (2006), dans son analyse du coût de cotation sur les marchés boursiers internationaux, montre que les coûts d'admission facturés par les places boursières représentent moins de 1 % des capitaux levés. L'auteur souligne que les frais globaux liés à l'opération déclinent avec la taille de l'opération, l'affiliation sectorielle mais également le domicile de l'entreprise émettrice. En effet, les entreprises de petite taille ont une faible probabilité de lever des fonds à travers le marché des capitaux. Par ailleurs, la levée de fonds sur un marché disposant d'une large couverture d'analystes et d'une forte expertise des investisseurs sur un secteur particulier va permettre à l'entreprise émettrice de disposer d'une meilleure valorisation et d'une baisse du coût de son capital, en comparaison d'autres marchés boursiers. Enfin, la levée de capitaux sur la place boursière du domicile de l'émetteur permet à ce dernier de réduire les problèmes informationnels rencontrés par les investisseurs et donc minimise les coûts d'émission. Parmi les coûts directs¹³ les plus

¹³ Ritter (1987) distingue deux types de coûts liés à l'introduction en Bourse : les coûts directs constitués des frais administratifs et des honoraires des membres du syndicat bancaire et les coûts indirects liés à la sous-évaluation des titres à l'introduction.

importants, Oxera (2006) montre que les frais du syndicat bancaire en charge de l'opération d'introduction en Bourse représentent plus de 50 % des coûts directs. L'auteur relève également un coût indirect d'introduction en Bourse, et non des moindres, à savoir la décote initiale qui représente en moyenne plus de 10 % du prix d'offre.

Compte tenu de l'importance de ces coûts, nous avons jugé utile de ne pas les traiter dans cette partie, mais de les étudier de manière plus approfondie dans la troisième partie ainsi qu'au niveau de la deuxième section.

Tableau 3 – Coûts d'introduction en Bourse dans les principaux marchés internationaux

	Taille de l'échantillon	Capitaux levés bruts moyens (mEuros)	Moyenne des coûts d'émission totaux	Moyenne des autres dépenses
Deutsche Börse				
Tous les marchés	148	187,2	8,30%	3,40%
Prime/General	54	321,4	7,50%	
Neuer Market	75	134,3	8,60%	
Entry Standard	19	14,7	9,50%	
London Stock Exchange				
Tous les marchés	300	137,1	12,60%	5,30%
Main Market	164	216,1	8,90%	
AIM	136	41,7	17,00%	
Euronext				
Tous les marchés	106	252,2	7,60%	2,90%
Eurolist	66	398,9	7,00%	
Alternext	40	10,2	8,50%	
NYSE				
Toutes les capitalisations	342	439,1	7,70%	1,60%
Capitalisations 0-100 mEuros	44		10,10%	3,10%
Capitalisations > 100 mEuros	298		7,40%	1,30%
NASDAQ				
Toutes les capitalisations	1 069	98,3	9,50%	2,60%
Capitalisations 0-100 mEuros	784		10,10%	3,10%
Capitalisations > 100 mEuros	285		8,00%	1,30%
Hong-Kong Stock Exchange				
Tous les marchés	334	125,8	14,60%	11,60%
Main Board	202	196,1	10,90%	8,20%
GEM	132	18,4	20,30%	16,80%

Source : Kaserer et Schiereck (2006)

Nous avons présenté dans cette partie, de façon non exhaustive, les facteurs qui affectent la prise de décision de l'introduction en Bourse mais également les théories développées dans la littérature financière qui expliquent ce choix. Si les avantages de l'introduction en Bourse sont nombreux, les inconvénients et/ou contraintes sont d'une grande importance pour l'entreprise désireuse de prendre la décision de cotation. En dépit des efforts entrepris par les pouvoirs publics et les autorités de marché afin de convaincre les entreprises de l'intérêt de la cotation, celles-ci sont souvent désarmées face aux

perspectives d'une première cotation. En effet, méconnues des investisseurs, elles se doivent de recourir à des intermédiaires-introducteurs coûteux qui peuvent les motiver à accéder aux marchés financiers alors qu'elles n'y sont pas prêtes. S'il est certain que cette opération améliore la visibilité de l'entreprise et son pouvoir de négociation avec ses partenaires financiers et commerciaux, il n'en reste pas moins que l'évolution défavorable du titre après cotation peut décevoir les investisseurs et dégrader la notoriété de l'entreprise. Dans ce contexte, l'implication des trois acteurs principaux dans cette opération, à savoir l'entreprise candidate, l'intermédiaire-introducteur et les investisseurs dont la souscription aux parts de l'entreprise est sollicitée, doit être totale. Toutefois, les relations complexes qu'entretiennent ces parties prenantes à l'introduction en Bourse vont conditionner la décision de cotation, la taille des capitaux levés et l'évolution du titre coté. En effet, les asymétries d'information entre les différents intervenants sont multiples, soulevant plusieurs conflits potentiels influencés par les relations entre ces trois acteurs, des conflits qualifiés d'anomalies ou d'imperfections des marchés boursiers. Ainsi, nous abordons dans la partie suivante les problématiques rencontrées par ces différents acteurs et leur origine. Nous présentons de manière détaillée l'ensemble des asymétries d'information, en insistant sur l'analyse des principaux modèles fondateurs.

2- Introduction en Bourse et asymétries d'information

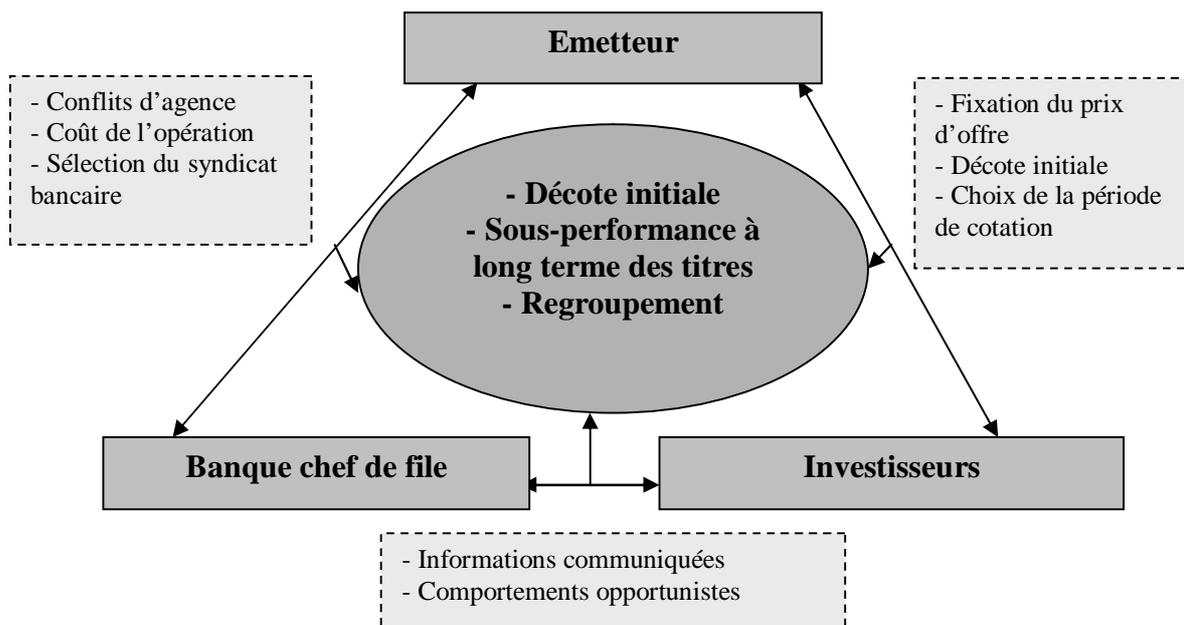
L'entreprise qui désire s'introduire en Bourse et qui est soucieuse de la réussite de son opération doit se poser au préalable plusieurs questions : Quel est le moment opportun pour s'introduire en Bourse ? Que vaut mon entreprise ? A quel prix proposer l'action aux investisseurs ? De quels partenaires s'entourer et comment les sélectionner ?

Pour répondre à ces questions, il est nécessaire que l'entreprise émettrice, principalement les dirigeants et actionnaires existants, prenne conscience de l'importance de cette décision mais également comprenne les mécanismes et rouages de ce mode de financement, sachant que l'introduction en Bourse entraîne plusieurs conflits possibles. En effet, nous observons que les trois relations présentées dans le schéma 2 sont susceptibles de générer des conflits entre les différents acteurs de l'introduction en Bourse :

- La relation Emetteur / Banque chef de file pose le problème du choix du syndicat bancaire, les conflits d'agence et le coût de l'opération ;

- La relation Emetteur / Investisseurs pose la problématique de la fixation du prix d'offre, du moment opportun de cotation, de l'importance de la décote initiale accordée ;
- La relation Banque chef de file / Investisseurs pose le problème de la sélection des investisseurs, des comportements opportunistes potentiels.

Schéma 2 – Relations et conflits potentiels lors d'une introduction en Bourse



Source : Patrick Sentis (2005)

Ces différents conflits sont à l'origine d'observations scientifiques montrant qu'il existe certaines inefficiences, à savoir les regroupements d'introductions en Bourse, la sous-évaluation des titres à la cotation ainsi que la sous-performance à long terme.

Pour la première anomalie, au regard de la théorie des marchés efficients¹⁴, nous observons un phénomène d'introductions par vagues. En effet, dès l'apparition d'une récession économique, les entreprises suspendent les introductions en Bourse. A l'opposé, en période de conjoncture économique favorable, nous remarquons des vagues d'opérations de cotation avec des concentrations dans certains secteurs, à l'image du secteur pétrolier en 1980 ou du secteur Internet dans les années 2000. Ces introductions par vagues permettent de réduire les coûts liés à la recherche d'informations spécifiques à un

¹⁴ Un marché efficient est un marché où toutes les informations sont contenues dans les prix des titres et où l'évolution des cours répond uniquement à la logique d'offre et de demande. Un tel marché est également appelé « marché à l'équilibre » ou « marché parfait ».

secteur. Si le marché était efficient, il ne devrait pas exister de moment opportun où le marché boursier serait plus favorable à une introduction en Bourse, sachant que celle-ci ne peut se justifier que par des raisons intrinsèques à l'entreprise.

Nous remarquons également un phénomène de sous-évaluation des actions au premier jour de cotation, dans toutes les Bourses internationales. Cette décote initiale signifie que le prix d'offre auquel sont vendues les actions aux investisseurs est en moyenne inférieur au prix coté. C'est un phénomène universel, plus prononcé à certaines périodes où le volume des opérations est très élevé. Nous parlons dans ce cas précis de période haussière ou *hot IPO market*¹⁵.

Enfin, nous observons une sous-performance à long terme des actions introduites. Cela signifie que les titres qui offrent des rentabilités excessives durant les premiers jours sont corrigés sur le long terme, et présentent donc des performances plus faibles que les autres titres les années suivantes. Des études empiriques, principalement sur le marché boursier américain, constatent une diminution du cours de 30 à 50 % sur une période de trois à cinq ans. Toutefois, nous remarquons certaines exceptions dans beaucoup de pays européens et en fonction des méthodologies utilisées. Nous notons également la difficulté des chercheurs à expliquer la persistance du phénomène de sous-performance à long terme. Parmi les raisons les plus souvent avancées figure le contexte informationnel de l'évaluation du titre. En effet, dans un contexte d'inefficience informationnelle, les prix observés ne reflètent pas la valeur réelle des titres, justifiant la correction à long terme.

Ainsi, il apparaît que le marché des mandats d'introduction en Bourse demeure complexe au regard de ces différentes anomalies des marchés boursiers. Par conséquent, la valorisation des entreprises candidates à la cotation intervient dans un contexte d'incertitude et d'asymétrie d'information entre les différents intervenants qui crée ces mécanismes d'inefficience. Dans ce cadre, nous présentons les différents types d'asymétries d'information que rencontrent les acteurs principaux d'une introduction en Bourse, en l'occurrence l'émetteur, l'intermédiaire-introducteur et les investisseurs.

¹⁵ La période haussière ou *hot IPO market* se caractérise sur un marché boursier par un nombre élevé d'introductions en Bourse à une période donnée, caractérisé par un volume de titres échangés plus élevé qu'en période normale et une sous-évaluation des titres plus prononcée.

2-1 Asymétrie d'information entre l'émetteur et l'intermédiaire-introducteur

L'introduction en Bourse se caractérise par de multiples asymétries d'information dont la plus importante concerne les rapports entre l'émetteur et l'intermédiaire-introducteur. En effet, l'entreprise émettrice désireuse de lever des capitaux sur le marché boursier bénéficie d'une information privilégiée concernant la fiabilité de ses comptes et la valeur de ses *cash-flows* futurs, une situation qui met le banquier dans une position d'incertitude. De l'autre côté, l'intermédiaire-introducteur possède des informations privilégiées concernant le marché futur des titres à introduire, d'où un problème de sélection adverse¹⁶. Enfin, l'entreprise émettrice ne peut observer les efforts fournis par le banquier introducteur pour diffuser ses titres sur le marché, d'où un problème de risque moral¹⁷.

L'asymétrie d'information entre l'émetteur et l'intermédiaire-introducteur repose sur l'étude de Baron et Holmstrom (1980) qui vont mettre en lumière les possibles conflits d'intérêts existant entre ces deux acteurs. En effet, lorsque ces derniers disposent d'informations symétriques sur la demande de titres et les conditions de marché, l'émetteur n'a aucune raison de recourir au conseil des banques d'investissement. La principale raison de l'utilisation des services d'une banque d'affaires réside dans la possession par cette dernière d'informations de qualité par rapport à l'attrait de l'opération d'émission mais aussi par rapport à l'état du marché financier, au regard des conditions de succès des opérations d'introduction en Bourse passées.

Cette asymétrie d'information intervient généralement lorsque la banque d'investissement dispose d'informations privées concernant la demande de titres à travers ses relations avec les investisseurs potentiels et ses relations d'affaires lors des précédentes opérations d'émission. Dans ces conditions, les comportements opportunistes apparaissent car la banque a la possibilité, à travers son activité de conseil, de fixer un prix d'offre qui ne convienne pas aux exigences de l'émetteur. Ce dernier, ne disposant pas d'information pertinente, n'est pas en mesure de déterminer la justesse et l'exactitude du prix d'offre recommandé par la banque. Ainsi, les intérêts de l'entreprise émettrice et de la banque introductrice sont divergents. Cette dernière est intéressée par la fixation d'un prix d'offre très bas afin de réduire le coût de commercialisation et de distribution des titres, alors que l'émetteur désire maximiser les revenus de son placement. La stratégie adoptée par

¹⁶ Le phénomène de sélection adverse trouve son origine dans l'impossibilité pour l'entreprise émettrice d'avoir une connaissance précise des caractéristiques du marché des mandats d'émission lors de sa cotation.

¹⁷ Le risque moral naît de l'impossibilité pour l'entreprise émettrice d'évaluer l'effort fourni par le banquier introducteur lors de la cotation des titres.

l'émetteur consistera dans la délégation de la décision de fixation du prix d'offre au banquier introducteur lorsque ce dernier dispose d'informations privées de qualité.

L'observation, par les auteurs, des opérations d'introduction en Bourse réalisées entre 1970 et 1980 montre que le prix d'offre des titres est légèrement inférieur à leur valeur de marché. Les banques d'investissement semblent sous-évaluer ces opérations, non seulement pour permettre une belle progression des cours en Bourse, ce qui satisfait a fortiori les dirigeants de ces entreprises, mais aussi pour s'assurer du placement des titres et donc du succès de l'opération.

Cependant, certains facteurs atténuent cette incitation des banques à sous-évaluer les titres. Le premier facteur est la forte concurrence pour l'obtention des mandats d'introduction en Bourse. Ainsi, une banque qui sous-évalue fortement, en comparaison avec d'autres opérations d'émission, perdra des parts de marché potentiels. Le risque de perte de parts de marché va permettre de limiter des déviations trop importantes par rapport aux normes de l'industrie bancaire. Baron et Holmstrom (1980) pensent que la forte concurrence qui règne entre les banques d'investissement devrait minimiser ces conflits d'intérêts. Le second facteur est la capacité des émetteurs à valoriser leur entreprise et à effectuer des comparaisons avec des opérations d'émission concurrentes.

Cette situation d'asymétrie d'information dans laquelle se trouve l'entreprise émettrice et qui engendre une sous-évaluation des titres à l'émission est modélisée par Baron (1982). En effet, l'auteur explique la décote initiale par la supériorité d'information détenue par l'intermédiaire-introducteur par rapport à l'entreprise qui s'introduit. Etudiant de manière très spécifique les relations entre l'émetteur et son banquier introducteur, Baron (1982) rappelle que l'introduction en Bourse est une étape très importante dans la vie d'une entreprise et que la banque mandatée a pour objectifs de préparer, conseiller et orienter l'émetteur. Cette dernière a donc un rôle prépondérant dans la fixation du prix d'offre et le placement des titres auprès d'investisseurs potentiels.

Cependant, dans un contexte d'asymétrie d'information, la banque introductrice possède de l'information privée de qualité sur le marché financier, en particulier sur le marché des mandats d'émission à travers la qualité du carnet d'ordres et le niveau de demande de titres. Ainsi, l'entreprise émettrice ne peut apprécier l'effort de placement des titres de son banquier. L'idée de Baron (1982) va consister à définir un contrat optimal entre l'émetteur et sa banque introductrice qui va permettre de déléguer la fixation du prix d'offre à cette dernière tout en se protégeant des problèmes de sélection adverse et de comportement opportuniste. En effet, l'entreprise émettrice est incapable de mesurer le

travail fourni par la banque, car la demande lors de l'émission va dépendre de l'effort de distribution fourni par cette dernière. Il s'agira de convaincre les investisseurs d'acheter des titres et d'influencer leurs anticipations à travers l'information communiquée sur l'opération. Ainsi, la banque détient avant la signature du contrat des informations privilégiées sur le marché des capitaux et donc sur le futur marché des titres. Enfin, les deux intervenants n'ont pas connaissance de l'état de la nature au moment de l'introduction en Bourse.

Baron (1982) arrive à la conclusion que, si la firme émettrice et son banquier introducteur possédaient des informations symétriques sur le marché des capitaux, un prix d'émission optimal pourrait être obtenu. Cependant, comme la firme émettrice ne connaît pas les conditions du marché, elle est obligée de trouver une fonction de compensation au banquier afin de l'inciter à utiliser ses connaissances privilégiées pour réaliser la distribution optimale des titres. Ainsi, l'auteur montre que la valeur de délégation au banquier du choix du prix d'offre est une fonction croissante de l'incertitude de la firme émettrice en ce qui concerne la demande future de ses titres. En effet, plus l'incertitude *ex ante* de la firme est élevée, plus l'émission sera sous-évaluée.

Compte tenu de l'importance des travaux de Baron (1982) dans la compréhension du mécanisme de sous-évaluation des titres lors d'une opération d'introduction en Bourse, nous présentons ci-dessous le modèle de l'auteur.

2-1-1 Le modèle de Baron (1982)

L'entreprise émettrice, lors d'une opération d'introduction en Bourse, cherche à disposer de liquidités pour investir dans des projets dont la valeur est linéaire avec l'investissement initial (au moins jusqu'à un certain seuil). Son profit correspondra aux capitaux levés lors de l'opération d'émission, nets des commissions versées au syndicat bancaire. L'émetteur et le banquier introducteur vont donc signer un contrat de délégation où ce dernier va conseiller l'entreprise sur la fixation du prix d'offre et va assurer le placement des titres. L'effort de distribution des titres par le banquier dépendra de la nature de ses engagements, à savoir l'obligation de prise ferme¹⁸ ou de *best efforts*¹⁹.

¹⁸ Le contrat de prise ferme ou « garantie de bonne fin » consiste pour le banquier introducteur à prendre lui-même les titres auxquels le public n'aura pas souscrit.

¹⁹ L'obligation de *best efforts* consiste pour le banquier introducteur à contracter une obligation de moyens pour le placement des titres auprès du public.

Les capitaux levés x liés à la vente des titres vont être fonction du prix d'offre p , de l'effort de distribution du banquier e , et de θ qui est un vecteur de paramètres influençant la demande de titres et qui caractérise « l'état du monde ». Ainsi nous avons : $x = f(p, e, \theta)$.

En fonction du prix d'offre, les capitaux levés x peuvent être linéaires avec p , particulièrement lorsque l'opération d'émission est sursouscrite.

La demande de titres va dépendre de l'effort de distribution du banquier introducteur à travers sa capacité à convaincre les investisseurs sur l'intérêt et l'attractivité du titre mais aussi à travers la qualité des informations qu'il fournit au marché. Le banquier peut par exemple augmenter la demande sur un titre en promettant à un investisseur de lui octroyer des titres d'une autre opération d'émission qui est sursouscrite. Cet effort de distribution engendre un coût pour la banque.

Sous condition du paramètre δ qui correspond à l'information privée détenue par le banquier lui seul, l'émetteur et le banquier introducteur sont supposés avoir une connaissance commune de θ , représentée par la fonction h de densité conditionnelle $h(\theta | \delta)$. Cependant, le banquier introducteur est mieux informé sur δ que l'émetteur et, pour les besoins de l'analyse, est censé connaître δ avant la signature du contrat avec l'émetteur. En revanche, ce dernier n'a qu'une information imparfaite représentée par une fonction de densité $f(\delta)$ définie sur l'intervalle $[\underline{\delta}; \bar{\delta}]$. Bien que le banquier connaisse δ , aucune des deux parties ne peut se prononcer sur le paramètre θ (« état du monde » ou état des demandes de titres) au moment de l'offre de vente des titres. L'information privée δ du banquier peut être obtenue à travers ses relations *ex ante* avec les investisseurs ou peut être représentée par sa connaissance supérieure de la covariance entre la rentabilité des titres à émettre et la rentabilité d'un portefeuille de marché. L'information sera paramétrée de sorte que des valeurs élevées de δ signifient moins d'information favorable sur la demande de titres et par conséquent une faible levée de capitaux. L'auteur va utiliser la fonction de densité $g(x | p, e, \delta)$ pour exprimer la relation entre les capitaux levés x et p , e et δ et la probabilité de distribution $h(\theta | \delta)$. Ainsi, sachant que $x(p, e, \theta)$ est croissante avec e et décroissante avec δ , alors la fonction de distribution $G(x | p, e, \delta)$ est croissante avec e et décroissante avec δ . Dans ces conditions, plus l'effort de placement du banquier introducteur sera élevé, plus les capitaux levés seront importants. En revanche, plus δ sera

élevé, plus les capitaux levés seront faibles. Par conséquent, l'espérance de levée de capitaux $E(x)$ est croissante avec e et décroissante avec δ .

2-1-2 Les trois alternatives du modèle

Dans un contrat de délégation, l'objectif de l'émetteur est de déterminer une fonction de compensation \bar{S} pour le banquier afin de le récompenser de l'effort fourni et l'inciter à utiliser sa connaissance du paramètre δ (information privée) pour fixer un prix d'offre qui corresponde aux intérêts de l'entreprise.

L'entreprise émettrice va choisir une fonction du prix d'offre $p(\hat{\delta})$. Le banquier introducteur va faire une proposition de prix et transmettre à cette dernière une valeur $\hat{\delta} \in [\underline{\delta}, \bar{\delta}]$ du paramètre δ . Si l'émetteur donne son aval à cette valeur et décide d'émettre les titres, alors le prix d'offre p sera égal à $p = p(\hat{\delta})$. L'émetteur peut cependant se rétracter si l'accueil par les investisseurs de l'opération sur la base de $\hat{\delta}$ n'est pas concluant. Pour représenter cette possibilité, notons $\pi(\hat{\delta})$ la probabilité que l'émission ait lieu au prix d'offre $\hat{\delta}$ et $(1 - \pi(\hat{\delta}))$ la probabilité que l'émetteur décide de ne pas réaliser son introduction en Bourse.

L'effort de distribution mis en œuvre par la banque et son coût ne sont pas observés par l'émetteur, de même pour les paramètres δ et θ . La fonction de compensation $\bar{S}(p, \hat{\delta}, x)$ repose sur les trois variables observées, à savoir le prix d'offre p , la proposition de prix du banquier introducteur $\hat{\delta}$ et les capitaux levés x . Le contrat de délégation est, par conséquent, basé sur la fonction du prix d'offre, la fonction de compensation et la probabilité de réalisation de l'opération, soit $(p(\hat{\delta}), \bar{S}(p(\hat{\delta}), \hat{\delta}, x), \pi(\hat{\delta}))$.

Comme deuxième alternative pour ce contrat de délégation optimal, l'émetteur a la possibilité d'engager une banque qui aura pour tâche exclusive la distribution de titres. Il sera chargé de la rémunérer pour cette activité. Il s'agit d'un contrat de distribution pur où l'émetteur fixe le prix d'offre sur la base de ses informations et la banque distribue ses titres à ce prix. Dans ce cas, l'émetteur ne demande pas d'information privée au banquier introducteur et ne paiera pas une fonction de compensation. Un contrat de distribution pur est par conséquent un cas spécial de délégation de contrat dans lequel $p(\hat{\delta}) = p^*$, $\pi(\hat{\delta}) = \pi^*$ et $\bar{S}(p, \hat{\delta}, x) = S^* p(x)$ pour tout $\hat{\delta}$.

La troisième alternative consiste pour l'émetteur à émettre ses titres directement sur le marché sans le recours à un intermédiaire-introducteur. Un contrat de vente directe est un cas particulier du contrat de distribution pur avec $S^*(p, x) = 0$ pour tout p et x .

2-1-3 Le contrat de délégation optimal

Sur la base du prix d'offre, de la fonction de compensation et de la probabilité de réalisation de l'opération d'émission, soit (p, \bar{S}, π) , la banque introductrice va formuler une proposition de prix $\hat{\delta}(\delta)$ basée sur la vraie valeur δ (connue par le banquier seul). Lorsque $\hat{\delta} = \hat{\delta}(\delta)$, le prix d'offre établi est $p(\hat{\delta})$ et la fonction de compensation $\bar{S}(p(\hat{\delta}), \hat{\delta}, x)$ peut être considérée comme une fonction $S(\hat{\delta}, x)$ définie par $S(\hat{\delta}, x) = \bar{S}(p(\hat{\delta}), \hat{\delta}, x)$. Par conséquent, le revenu de la banque introductrice $R^*(\hat{\delta}, e, x)$ correspond à la différence entre la fonction de compensation et le coût de ses efforts de placement : $R^*(\hat{\delta}, e, x) = (S(\hat{\delta}, x) - C(e))\pi(\hat{\delta})$, avec $C(e)$ correspondant au coût d'effort, qui est croissant avec e et $C(0)=0$.

La banque introductrice, que nous supposons être neutre au risque, va tenter de maximiser son espérance de revenus $R^*(\hat{\delta}, \delta, x)$, soit :

$$R(\hat{\delta}, \delta, e) = \int R^*(\hat{\delta}, e, x)g(x|p(\hat{\delta}), e\delta)dx \quad (1)$$

La banque est considérée comme neutre au risque compte tenu de sa capacité à couvrir ses risques à travers des positions prises dans d'autres valeurs ou en raison du partage de risque lors de la formation du syndicat.

L'effort de distribution de la banque dépendra de son information privée δ et de l'information divulguée $\hat{\delta}$ à travers le prix $p(\hat{\delta})$. La fonction $e(\hat{\delta}, \delta)$ correspondant à l'effort de distribution optimal est définie ainsi :

$$e(\hat{\delta}, \delta) = \arg \max_e \left(R(\hat{\delta}, \delta, e) = \pi(\hat{\delta}) \int (S(\hat{\delta}, x) - C(e))g(x|p(\hat{\delta}), e\delta)dx \right) \quad (2)$$

$\arg \max$ étant l'argument qui maximise cette fonction. Si $\pi(\hat{\delta}) > 0$, la fonction satisfait la condition de premier ordre :

$$\int S(\hat{\delta}, x)g_e(x|p(\hat{\delta}), e(\hat{\delta}, \delta), \delta)dx - C'(e(\hat{\delta}, \delta)) = 0 \quad (3)$$

Quel est, dans ces conditions, le contrat optimal pour l'entreprise émettrice ?

Si les titres sont émis, l'espérance de revenus nets de l'émetteur $N(\delta)$, qui est fonction de δ , est la différence entre les capitaux levés nets du coût du banquier introducteur (la fonction de compensation). Ainsi, nous avons :

$$N(\delta) = \int (x - S(\delta, x))g(x|p(\delta), e, \delta)dx \quad (4)$$

L'émetteur est considéré comme ayant la capacité de lever des fonds par d'autres moyens de financement. Ainsi, notons $\bar{N}(\delta)$ la part des capitaux qui peut être obtenue à travers les meilleures solutions alternatives de financement. Dans ces conditions, les revenus nets $N^*(\delta)$ seront équivalents à $N^*(\delta) = N(\delta) - \bar{N}(\delta)$.

Puisque l'émetteur ne connaît pas δ lors de l'élaboration du contrat d'introduction en Bourse qu'il propose à la banque introductrice, il va faire en sorte de maximiser ses revenus espérés nets N tels que :

$$N = \int \pi(\delta)(N(\delta) - \bar{N}(\delta))f(\delta)d\delta \quad (5)$$

La question essentielle de l'entreprise émettrice est de maximiser son espérance de revenus nets en fonction du prix d'offre $p(\hat{\delta})$, de la probabilité $\pi(\hat{\delta})$ et de la fonction de compensation $S(\hat{\delta}, x)$:

$$\max_{p(\delta), S(\hat{\delta}, x), p(\hat{\delta})} \int \left(\int (x - S)g(x|p(\delta), e(\delta, \delta), \delta)dx - \bar{N}(\delta) \right) \pi(\delta)f(\delta)d\delta \quad (6)$$

Il doit donc maximiser son espérance de revenus sous contrainte des conditions de participation du banquier introducteur, à savoir :

$$- R(\delta, \delta, e(\delta, \delta)) \geq R(\hat{\delta}, \delta, e(\hat{\delta}, \delta)) \text{ pour tout } \hat{\delta} \text{ et } \delta \quad (7)$$

Cette contrainte correspond à l'incitation de la banque à divulguer l'information juste δ et à annoncer δ plutôt qu'une autre valeur $\hat{\delta}$.

$$- e(\hat{\delta}, \delta) = \arg \max_e R(\hat{\delta}, \delta, e) \text{ pour tout } \hat{\delta} \text{ et } \delta \quad (8)$$

Cette contrainte correspond au choix optimal de la banque concernant l'effort de distribution.

$$- R(\delta, \delta, e(\delta, \delta)) \geq 0 \text{ pour tout } \delta \quad (9)$$

Cette contrainte exprime les conditions de rationalité individuelle qui signifient que la banque ne s'engagera dans l'introduction en Bourse que si son revenu $R(\delta, \delta, e(\delta, \delta))$ est au moins égal à son niveau de réservation, qui est nul.

$$- 1 \geq \pi(\delta) \geq 0 \text{ pour tout } \delta ; \pi(\delta) \text{ est une probabilité} \quad (10)$$

La solution optimale du problème de l'émetteur serait la possibilité de connaître δ et d'observer l'effort de la banque introductrice e . La solution de premier rang est celle qui résout pour tout $\delta \in [\underline{\delta}, \bar{\delta}]$ la stratégie suivante :

$$\begin{aligned} & \max_{p, e, \pi, S} \left(\int (x - S) g dx - C(e) - \bar{N}(\delta) \right) \pi \\ & \text{sous contrainte de } \int S(\delta, x) g dx - C(e) \geq 0 \end{aligned}$$

Ainsi, comme le montre la proposition suivante, une solution de premier rang est possible lorsque l'émetteur connaît δ , bien que l'effort de la banque e ne soit pas observable, et sous condition d'utiliser un contrat avec garantie de prise ferme. Dans ce type de contrat, la banque se charge de la fixation du prix d'offre et du placement des titres et est tenue de verser à l'émetteur un revenu fixe $K(\delta)$.

Proposition 1 : Lorsque l'émetteur connaît δ mais e n'est pas observable, la solution optimale $(S^+(\delta, x), e^+(\delta, \delta), p^+(\delta), \pi^+(\delta))$ doit satisfaire pour chaque δ appartenant à $[\underline{\delta}, \bar{\delta}]$ les équations suivantes :

$$\begin{aligned} & - S(\delta, x) = x - K(\delta) \\ & - \bar{x}_p(p^+(\delta), e^+(\delta, \delta), \delta) = 0 \\ & - \bar{x}_p(p^+(\delta), e^+(\delta, \delta), \delta) - C'(e^+(\delta, \delta)) = 0 \\ & - \bar{x}_p(p^+(\delta), e^+(\delta, \delta), \delta) - K(\delta) - C'(e^+(\delta, \delta)) = 0 \\ & - \pi^+(\delta) = 1 \text{ if } K(\delta) \geq \bar{N}(\delta) \\ & - \pi^+(\delta) = 0 \text{ if } K(\delta) < \bar{N}(\delta) \end{aligned}$$

Cette solution de premier rang n'est malheureusement pas acceptable lorsque l'entreprise émettrice ne connaît pas δ . Dans ce cas, elle doit choisir la fonction de compensation qui motive le banquier à divulguer de l'information privée de manière sincère. Cette nécessaire compensation modifie les décisions de prix d'offre et d'effort de distribution et les éloigne de la solution optimale trouvée dans la proposition 1.

Proposition 2 : Si la fonction de compensation $S(\delta, x)$ est une fonction croissante en x dans la solution optimale, alors le revenu du banquier introducteur $R(\delta, \delta, e(\delta, \delta))$ est une fonction décroissante avec δ lorsque $\pi(\delta) > 0$. Dans un contexte d'incitation de la banque à communiquer de l'information juste, cette dernière recevra une meilleure compensation. L'objectif de l'émetteur est de maximiser N en tenant compte de $p(\delta)$, $S(\delta, x)$ et $\pi(\delta)$. Dans le contrat optimal, l'émetteur préfère que la banque réalise de meilleurs efforts de placement lorsque $\bar{x}_{e\delta} \geq 0$ et $t < 1$. Si $\bar{x}_{e\delta}$ est fortement négatif, l'émetteur préférera que la banque fasse moins d'effort afin de réduire la compensation due à celle-ci pour couvrir le coût de distribution $C(e(\delta, \delta))$. Soit la proposition 3 suivante :

Proposition 3 : Si $t \leq (<)1$ et $\bar{x}_{e\delta} \geq 0$, alors $\mu(\delta) \geq (>)0$. La fonction de prix optimale peut être caractérisée par $\bar{x}_p + t\mu(\delta)\bar{x}_{ep} + t(< F(\delta)/f(\delta))\bar{x}_{e\delta} = 0$ qui indique la différence avec la solution optimale de la proposition 1 requise pour traiter des problèmes d'observation de l'effort de distribution et de l'asymétrie d'information. Le terme $\bar{x}_{\delta p}$ est négatif puisque, par supposition, moins d'information favorable diminue le rendement marginal lié à une hausse du prix d'offre. Par conséquent, si l'effort était fixé au niveau de la solution optimale, $\bar{x}_{ep} = 0$, le prix d'offre sera établi tel que $\bar{x}_{ep} > 0$, soit la proposition 4 suivante :

Proposition 4 : Si l'effort de distribution est fixé lors de la solution de premier rang, le prix optimal $p(\delta)$ qui satisfait $\bar{x}_p + t\mu(\delta)\bar{x}_{ep} + t(< F(\delta)/f(\delta))\bar{x}_{e\delta} = 0$ est inférieur à la solution de premier rang de la proposition 1. Par conséquent, en raison de l'asymétrie d'information, l'émetteur diminue le prix d'offre par rapport à celui qu'il aurait dû fixer dans une solution de premier rang lorsque le banquier introducteur réalise un effort de distribution optimal.

Baron (1982) poursuit son analyse sur l'interaction entre l'incertitude de l'émetteur sur les réactions du marché et la valeur de délégation. Dans un contrat de délégation, l'émetteur bénéficie de l'effort de distribution de la banque mais aussi de l'information privée qu'elle possède. Si l'émetteur connaît δ , il n'a évidemment pas d'intérêt à déléguer la décision de fixation du prix d'offre. Moins l'émetteur connaît δ ou l'état du marché, plus il est intéressant pour l'entreprise de déléguer au banquier la fixation du prix d'offre.

2-1-4 Les conclusions du modèle

Baron (1982) conclut par l'idée que si l'émetteur et le banquier introducteur sont informés de manière équitable sur l'état des marchés de capitaux, la mise en place d'un mandat d'introduction en Bourse avec garantie de prise ferme est optimale. L'entreprise aura besoin uniquement des services de placement de la banque qui devraient être exercés de façon optimale puisque l'entreprise vend les actions à la banque à un prix d'émission optimal et que cette dernière a toute la charge de distribution des titres.

Si la banque est mieux informée que l'entreprise émettrice, cette dernière aura toujours besoin des services de la banque pour distribuer les titres mais ne pourra observer l'effort de placement fourni par cette dernière. Ainsi, la firme ne sera pas en mesure de fixer le prix d'offre. Elle doit donc trouver un autre type de contrat : confier la décision de fixation du prix d'offre au banquier en contrepartie d'une compensation (fonction de compensation S) pour son effort de révélation d'information privée et de détermination de la vraie valeur δ . Le prix d'offre optimal sera, par conséquent, inférieur au prix d'offre de premier rang.

Enfin, l'auteur montre que la délégation de la fixation du prix d'offre au banquier introducteur est une fonction croissante de l'incertitude de la firme émettrice sur la demande de ses titres par les investisseurs potentiels. De plus, la fixation du prix d'offre est une fonction décroissante de l'incertitude. Ceci explique la sous-évaluation des titres lors de l'introduction en Bourse en présence d'asymétrie d'information : le prix d'offre est inférieur au prix fixé en l'absence d'asymétrie afin d'inciter les investisseurs à participer à l'opération.

De plus, de par l'incertitude qui entoure une opération d'introduction en Bourse en termes de risques d'échec et de réputation, la demande en services bancaires pour le conseil, le marketing et le placement des titres sera plus importante, ce qui entraîne une sous-évaluation plus conséquente.

Booth et Smith (1986) vont, dans le même ordre d'idée, essayer de justifier la sous-évaluation par l'asymétrie d'information existant entre l'entreprise émettrice et les investisseurs. Dans leur modèle, l'émetteur utilise la banque introductrice dans le but de certifier le prix d'offre de l'entreprise. Ainsi, pour que la banque puisse fixer un prix qui reflète la vraie valeur de l'entreprise, elle se doit d'investir dans la production d'information. Si elle ne le fait pas, elle va à court terme augmenter son profit personnel mais va perdre à terme son capital réputationnel. La nécessité pour la banque de préserver

sa réputation dans le but de réaliser des opérations futures et de faire évoluer ses parts de marché est une garantie contre des comportements opportunistes éventuels. Sachant que la communauté des investisseurs ne dispose pas de la même quantité et qualité d'informations pour apprécier la valeur de l'entreprise introduite, la sous-évaluation peut apparaître comme un moyen d'inciter certains d'entre eux à participer à l'opération d'émission. C'est ce que nous allons voir dans la partie suivante à travers le modèle de Rock (1986), qui illustre parfaitement l'asymétrie résultant de l'existence d'investisseurs informés et non informés.

2-2 Asymétrie d'information entre investisseurs

Pour illustrer l'asymétrie d'information entre les investisseurs lors d'une opération d'introduction en Bourse, nous proposons de développer le modèle de Rock (1986) qui expose une théorie explicative de la sous-évaluation des titres, conséquence de la présence d'investisseurs informés et non informés.

Ce modèle s'applique aux nouvelles opérations d'émission, en particulier les mandats d'introduction en Bourse avec prise ferme. Dans ce type de contrat, l'entreprise émettrice et la banque introductrice se mettent d'accord sur le prix et la quantité de titres à émettre. Lorsque le prix est établi, aucun ajustement éventuel n'est permis. Si la demande de titres excède l'offre, il est procédé aux techniques de réduction de titres habituelles, ou à l'exercice de l'option de surallocation²⁰. Si l'offre de titres excède la demande, le surplus de titres est racheté par la banque introductrice à l'émetteur.

Le modèle de Rock (1986) intervient au moment où il est constaté sur les marchés boursiers une anomalie lors des opérations d'introduction en Bourse : Ibbotson et Jaffe (1975) montrent que les titres sont cotés avec une décote initiale de l'ordre de 16,8 %, décote qui disparaît quelques semaines après la cotation. Les auteurs vont qualifier ce phénomène de sous-évaluation des titres lors des opérations d'introduction en Bourse de « mystère ».

Rock (1986) va s'attacher à la compréhension de ce phénomène d'inefficience des marchés et va proposer une théorie explicative de ce phénomène de sous-évaluation lors des introductions en Bourse, sous l'hypothèse d'asymétrie d'information entre

²⁰ L'option de surallocation ou *greenshoe* est une technique qui permet de réguler le cours d'une action au moment de son introduction en Bourse. L'émetteur s'engage à réserver à la banque garante 10 à 15 % de titres supplémentaires à mettre en vente, au prix d'offre.

investisseurs. En effet, l'auteur part du principe qu'il existe deux types d'investisseurs lors de ce genre d'opération, à savoir des investisseurs informés qui possèdent des informations privées supérieures à celles des autres investisseurs, y compris les actionnaires d'origine, et des investisseurs non informés qui possèdent très peu d'informations sur la valeur de marché de l'entreprise émettrice.

Selon son hypothèse de « malédiction du vainqueur » ou *winner's curse*, les investisseurs informés participent à l'introduction des entreprises de bonne qualité alors que les investisseurs non informés sont confrontés à un problème de sélection adverse puisque, souscrivant de manière indifférente à toutes les introductions en Bourse, ils recevront une partie des titres des entreprises de bonne qualité et une large partie des titres des entreprises de mauvaise qualité. Il en résulte la nécessité de réduire le prix d'émission par rapport au prix d'équilibre prévu, afin que ces investisseurs continuent à intervenir sur ce marché.

Rock (1986) montre que la rentabilité anormale au premier jour est due à cette asymétrie d'information entre ces deux types d'investisseurs. Cette sous-évaluation des titres est appréhendée comme une prime d'émission consentie aux investisseurs non informés pour contrebalancer les asymétries d'information qu'ils subissent.

2-2-1 Le modèle de Rock (1986)

Considérons un marché dans lequel deux actifs sont disponibles pour réaliser un investissement. Le premier est un actif sans risque dont le rendement est égal à 1. Le second est un actif risqué car la valeur \tilde{v} du titre est incertaine. C'est ce dernier actif qui va être à l'origine d'une émission de titres sur le marché.

L'entreprise va émettre sur le marché cet actif à un prix p fixé d'avance par cette dernière, et va offrir une quantité de titres Z . Elle récolte ainsi des ordres d'achat d'investisseurs avec une demande de titres très variée. Sachant qu'il ne peut y avoir de réajustement ni du prix ni de la quantité des titres offerts, l'entreprise émettrice peut se retrouver avec une demande largement supérieure à l'offre. Dans ce cas, un rationnement des ordres d'achat est effectué. Par conséquent, la probabilité qu'un ordre soit servi est inférieure ou égale à 1.

Lorsque nous sommes en présence de sursouscription de titres, il est supposé que cela provienne exclusivement des investisseurs qui disposent d'informations favorables sur le succès de l'opération d'émission et qui, dès lors, présentent des ordres avec une quantité de

titres élevée. Ainsi, ces investisseurs privilégiés sont appelés « les informés » : ils possèdent des informations précises sur l'entreprise qui désire s'introduire en Bourse. Les autres investisseurs, parmi lesquels l'émetteur, sont appelés « les non informés ».

Plusieurs raisons expliquent pourquoi l'émetteur et sa banque introductrice appartiennent à ces derniers. Tout d'abord, l'entreprise renonce à son avantage informationnel en se révélant au marché financier à travers la publication de la notice d'information. La banque et l'émetteur divulguent les *cash-flows* prévisionnels de l'entreprise et envoient un message au marché sur l'attractivité du prix d'offre fixé comparativement aux opérations concurrentes. Ensuite, si l'entreprise émettrice et la banque ont plus d'informations qu'un investisseur individuel sur le marché, elles disposent de moins d'informations que l'ensemble des individus regroupés sur un marché. Même si la banque introductrice est la mieux à même d'évaluer le titre de l'entreprise, son effet de certification et de réputation est inférieur à la connaissance et à l'expertise de l'ensemble des agents du marché. Enfin, certains individus peuvent disposer d'informations internes sur des concurrents, qui peuvent avoir un impact sur l'opération d'émission.

Par conséquent, le marché dispose d'un avantage informationnel par rapport à l'entreprise émettrice et sa banque introductrice.

L'auteur formule les hypothèses suivantes :

- H1 : Les investisseurs informés ont une information parfaite sur la valeur du nouveau titre à émettre ;
- H2 : Les investisseurs informés ne peuvent emprunter des titres ou les vendre à découvert. Ils ne peuvent pas vendre l'information privilégiée qu'ils détiennent ;
- H3 : La demande des investisseurs informés I n'est pas supérieure à la valeur moyenne des titres émis $\bar{v}Z$;
- H4 : Les investisseurs non informés ont des anticipations homogènes sur la distribution de \tilde{v} ;
- H5 : Tous les investisseurs ont la même richesse, égale à 1, et la même fonction d'utilité.

Les auteurs ajoutent à ces cinq hypothèses le fait que le rôle de la banque introductrice n'est pas pris en compte. Seul l'émetteur détermine le prix d'offre et supporte le risque de non-souscription totale des titres.

Ainsi, nous pouvons déduire sur la base H1, H2 et H3 que la demande des investisseurs est égale à :

$$\begin{aligned} I & \text{ si } p < \tilde{v} \\ 0 & \text{ si } p > \tilde{v} \end{aligned}$$

En effet, les investisseurs informés vont n'effectuer des ordres pour les nouveaux titres que si l'action est sous-évaluée ($\tilde{v} > p$) et ne pourront investir que le maximum de leur richesse (égale à 1).

Contrairement aux informés, les investisseurs non informés N ne peuvent estimer la taille de leurs ordres sur la base de la réalisation de \tilde{v} . D'après H4 et H5, chacun de ces investisseurs ne veut engager que la même fraction T de sa richesse (égale à 1) lors de la nouvelle émission de titres. Sa demande de titres est alors égale à :

$$T^* = \max(0, T).$$

Ainsi, la demande totale des investisseurs (informés et non informés) correspond à :

$$\begin{aligned} NT^* + I & \text{ si } p < \tilde{v} \\ NT^* & \text{ si } p > \tilde{v} \end{aligned}$$

L'allocation discrétionnaire des titres par la banque introductrice présente certains avantages pour les investisseurs non informés. Si les banques introductrices refusent de servir des investisseurs habitués à pratiquer l'activité de *flipping*²¹, elles diminuent le biais contre les investisseurs non informés et réduisent la taille de la décote initiale. La banque introductrice à succès est celle qui choisit la meilleure discrimination parmi les investisseurs potentiels, en donnant la priorité aux clients non informés, puis aux clients informés de longue date qui peuvent sacrifier une part de leurs profits à des commissions sur les opérations de marché futures.

Compte tenu du déséquilibre entre l'offre et la demande de titres, les auteurs notent b et b' les probabilités que l'ordre soit servi lorsque $\tilde{v} > p$, $\tilde{v} < p$. Notons également \tilde{N}_u le nombre d'ordres servis par des investisseurs non informés et \tilde{N}_i le nombre d'ordres servis par des investisseurs informés.

Nous obtenons alors :

$$\tilde{N}_u T^* + \tilde{N}_i = pZ \text{ si } b < 1$$

²¹ L'activité de *flipping* est une pratique consistant à acheter des titres au prix d'offre et à les revendre une fois cotés, afin de réaliser un profit substantiel. Il s'agit d'une stratégie d'investissement court-termiste à laquelle prennent part généralement les investisseurs institutionnels. En effet, ces derniers sont les mieux servis en titres au prix d'offre. Lorsque cette activité est pratiquée par plusieurs investisseurs, elle peut provoquer une bulle spéculative.

En tenant compte des probabilités, nous avons :

$$bNT^* + bI = pZ \text{ si } b < 1$$

$$\text{soit } b = \min\left(\frac{pZ}{NT^* + I}, 1\right) \quad (1)$$

$$\text{et } b' = \min\left(\frac{pZ}{NT^*}, 1\right) \quad (2)$$

Nous remarquons que ($b < b'$), ce qui montre que la probabilité de recevoir des titres d'une opération d'émission sous-évaluée ($\tilde{v} > p$) est plus faible que la probabilité de recevoir des titres d'une opération d'émission surévaluée ($\tilde{v} < p$).

Ce biais conduit les investisseurs non informés à revoir à la baisse leur évaluation des nouveaux titres. Ainsi, pour inciter ces derniers à souscrire à l'émission, l'entreprise émettrice doit fixer le prix des titres en accordant une remise ou décote. Cette sous-évaluation peut être interprétée comme une compensation, du fait que les investisseurs non informés ont une probabilité élevée de recevoir des titres surévalués.

Lorsque ces investisseurs décident de la part de richesse à investir lors d'une opération d'introduction en Bourse, ils prennent leur décision sur la base de leurs croyances eu égard à b et b' . Ces paramètres sont remplacés par b_e, b'_e pour souligner qu'il s'agit d'anticipations préalables. En effet, les paramètres b et b' sont évalués en fonction de ceux observés lors des précédentes introductions en Bourse.

Les investisseurs non informés vont donc calculer T afin de maximiser l'espérance d'utilité de leur richesse finale. Le tableau suivant présente la richesse de l'investisseur en fonction de la valeur du titre après cotation et de la probabilité d'allocation de titres.

Tableau 4 – Richesse de l'investisseur après cotation

	Valeur de cotation			
	$\tilde{v} > p$ (Sous-évaluation)		$\tilde{v} < p$ (Surévaluation)	
	Oui	Non	Oui	Non
Allocation				
Richesse	$p^{-1}\tilde{v}T + (1-T)$	1	$p^{-1}\tilde{v}T + (1-T)$	1
Probabilité	$b_e p(\tilde{v} > p)$	$(1-b_e)p(\tilde{v} > p)$	$b'_e p(\tilde{v} < p)$	$(1-b'_e)p(\tilde{v} < p)$

Source : Rock (1986)

La valeur de cotation exprimée dans le tableau 4 correspond au prix du titre \tilde{v} après la première journée de cotation. Cette valeur est différente du prix d'offre p , selon que l'émission est sous-évaluée $\tilde{v} > p$ ou surévaluée $\tilde{v} < p$. Les probabilités de réalisation de ces deux événements du point de vue de l'investisseur non informé sont $p(\tilde{v} > p)$ et $p(\tilde{v} < p)$. Si l'émission est sous-évaluée, la probabilité de recevoir une allocation est notée b_e , si elle est surévaluée b'_e . L'investisseur non informé possède une richesse initiale normée à 1 et choisit une fraction T à investir dans la nouvelle émission.

Ce tableau repose sur l'hypothèse que l'ordre d'un investisseur qui subit un rationnement est transformé en un montant équivalent d'actifs sans risque.

Ainsi, l'espérance d'utilité finale pour un investisseur non informé est la suivante :

$$\begin{aligned} & b_e p(\tilde{v} > p) E[U(1+T(p^{-1}\tilde{v}-1)) | \tilde{v} > p] \\ & + b'_e p(\tilde{v} \leq p) E[U(1+T(p^{-1}\tilde{v}-1)) | \tilde{v} \leq p] \\ & + [1 - b_e p(\tilde{v} > p) - b'_e p(\tilde{v} \leq p)] U(1) \end{aligned} \quad (3)$$

Par conséquent, le T optimal doit vérifier la condition de premier ordre :

$$\begin{aligned} & (b_e / b'_e) p(\tilde{v} > p) E[U'(1+T(p^{-1}\tilde{v}-1))(p^{-1}\tilde{v}-1) | \tilde{v} > p] \\ & + p(\tilde{v} \leq p) E[U'(1+T(p^{-1}\tilde{v}-1))(p^{-1}\tilde{v}-1) | \tilde{v} \leq p] = 0 \end{aligned}$$

Puisque l'investisseur est concerné, ce n'est pas le rationnement en soi qui provoque une diminution de son estimation de la valeur du titre émis lorsqu'il reçoit une attribution de titres. S'il y a un même degré de rationnement pour des émissions sous-évaluées et surévaluées, la demande de titres de la part d'investisseurs non informés est la même que s'il n'y avait pas de rationnement. C'est plutôt le biais de rationnement des émissions de bonne qualité relativement aux émissions de mauvaise qualité qui est important ; ce biais est mesuré par le rapport (b_e / b'_e) .

Les anticipations des investisseurs doivent être rationnelles. Les croyances de ces derniers sur les chances de participation à une offre de bonne ou mauvaise qualité doivent être égales aux probabilités résultant du mécanisme d'allocation des titres.

Nous avons donc :

$$b = \min\left(\frac{pZ}{NT * (b/b', p) + I}, 1\right), \quad (4)$$

$$b' = \min\left(\frac{pZ}{NT * (b/b', p)}, 1\right), \quad (5)$$

$$\begin{aligned}
0 &= (b/b')p(\tilde{v} > p)E\left[U'(1+T(p^{-1}\tilde{v}-1))(p^{-1}\tilde{v}-1)|\tilde{v} > p\right] \\
&\quad + p(\tilde{v} \leq p)E\left[U'(1+T(p^{-1}\tilde{v}-1))(p^{-1}\tilde{v}-1)|\tilde{v} \leq p\right] \\
T^*(b/b', p) &= \max(0, T(b/b', p))
\end{aligned} \tag{6}$$

En examinant cet équilibre, une attention particulière est portée sur la façon dont les investisseurs non informés font varier leur demande de titres lorsque le prix d'offre change. Ainsi, la question principale est de savoir si l'investissement des non informés augmente lorsque le prix d'offre diminue. Le facteur additionnel à prendre en compte est que l'investissement des non informés $T(b, p)$ dépend non seulement du prix mais aussi de la probabilité de recevoir une part de titres sous-évaluée. Cette probabilité d'allocation diminue dès lors que le prix baisse, et donc s'oppose à l'effet habituel de la diminution de prix sur la demande. La raison pour laquelle cette probabilité diminue est liée au fait que les titres émis sont moins chers, les investisseurs informés pouvant alors en acheter une part très élevée. Ces derniers deviennent très influents, et par conséquent accentuent le biais envers les non informés.

Afin d'illustrer ce point, considérons l'investissement des non informés $T(b, p)$ fixe alors que le prix baisse. Sur la base de l'équation (4), le dénominateur qui détermine b ne change pas alors que le numérateur change. Ainsi, la probabilité b doit également diminuer. Par conséquent, alors que la demande des non informés devrait être stimulée par la baisse du prix d'offre, elle décroît compte tenu de la faible probabilité d'obtention des titres souhaités.

Considérons maintenant le cas où le nombre d'investisseurs est très élevé. L'actif risqué représente alors une petite part de la richesse totale de chaque investisseur. Puisque les individus sont approximativement neutres au risque, tout investisseur non informé qui achète des titres lors d'une opération d'introduction en Bourse s'attend à un rendement proche du taux sans risque.

Le fait qu'un investisseur non informé s'enrichisse au taux sans risque sur un marché de grande taille détermine ses chances de recevoir une allocation de titres de bonne qualité. Si ce dernier soumet une offre, son espérance de profit est :

$$bp(\tilde{v} > p)E(\tilde{v} - p|\tilde{v} > p) + p(\tilde{v} < p)E(\tilde{v} - p|\tilde{v} < p)$$

Comme les profits anormaux nuls, nous avons :

$$b \equiv b_0(p) = \frac{p(\tilde{v} > p)E(\tilde{v} - p | \tilde{v} > p)}{p(\tilde{v} < p)E(p - \tilde{v} | \tilde{v} < p)}$$

Ceci correspond à la plus petite probabilité qu'un investisseur non informé tolérera pour obtenir des titres rationnés avant de se retirer du marché des nouvelles émissions, compte tenu du prix d'offre p . La fonction $b_0(p)$ est appelée « la probabilité de demande nulle ». Puisque dans les marchés de grande taille, la demande de chaque investisseur non informé est proche de zéro, la probabilité de recevoir une allocation de titres devrait être très proche de la probabilité d'une demande nulle.

Sur des marchés de taille moins importante, l'existence d'un ensemble cohérent de croyances $b_0(p)$, où b dépend à la fois du prix et du nombre d'investisseurs, est prouvée dans le théorème suivant :

Théorème 1 : Posons $0 < p < \tilde{v}$, alors $b = \min\left(\frac{pZ}{NT^*(b, p) + I}, 1\right)$ a pour unique solution

$$b(p, N) \text{ tel que } b(p, N) > b_0(p) > 0$$

Lemme : Considérons que les dérivées $(\partial^2 / \partial b \partial p)T(b, p)$ et $(\partial^2 / \partial b^2)T(b, p)$ sont continues lorsque $0 < b < 1, 0 < p < \tilde{v}$, alors

$$\begin{aligned} \lim_{x \rightarrow \infty} b(p, N) &= b_0(p) \\ \lim_{x \rightarrow \infty} \frac{d}{dp} b(p, N) &= \frac{d}{dp} b_0(p) \end{aligned}$$

Le lemme montre que, lorsque le nombre d'investisseurs tend vers l'infini, leurs croyances d'être rationnés convergent vers la probabilité d'une demande nulle. Le lemme montre également que, lorsque le nombre d'investisseurs est élevé, la probabilité de demande nulle donne une idée sur la variation des croyances de ces derniers en relation avec le prix d'offre.

Si la probabilité d'obtenir des titres d'émission de bonne qualité ne baisse pas autant lorsque que le prix d'offre diminue, alors la demande des investisseurs non informés augmente, ce qui nous permet de démontrer ce qui suit.

Théorème 2 : Pour des marchés de grande taille et pour tout prix p inférieur à \tilde{v} ,

$$\frac{d}{dp} T(b(p, N), p) < 0$$

Supposons que le prix du marché ait été initialement fixé à la valeur moyenne des titres introduits \tilde{v} , et que les investisseurs informés ne soient pas aussi nombreux pour souscrire à l'ensemble des titres offerts, même s'ils le souhaitent. A ce prix, il n'y a pas de rationnement. Les investisseurs non informés ne seront pas motivés à l'idée de gagner le taux sans risque sur un actif de petite taille et risqué. Si le prix baisse, les investisseurs non informés deviennent intéressés et souscrivent aux titres offerts. A un seuil de prix critique, l'émission est totalement souscrite dans un état où les investisseurs informés savent qu'elle est sous-évaluée (« bon état »). A ce prix, la demande des investisseurs informés et non informés est égale au montant, en valeur, de l'émission.

Des réductions de prix supplémentaires peuvent survenir même en présence d'une forte demande de la part d'investisseurs informés, au regard du théorème 2. L'ensemble des investisseurs, informés ou non informés, se trouve en concurrence pour les émissions où les prix d'offre croissent de manière plus faible tandis que la valeur de leurs ordres croît de manière plus forte. Le résultat est que tous les ordres doivent être rationnés de manière plus sévère en période de « bon état ».

En raison de la présence d'investisseurs non informés, la demande de titre croît toujours dans un contexte où les informés ne trouvent pas d'actions sous-évaluées (« mauvais état »). Dans certains cas, le prix est tellement faible que les investisseurs non informés souscrivent à eux seuls à la totalité des titres offerts. Ce prix, appelé le « prix de souscription total » permet à l'émetteur de vendre tous ses titres dans un « mauvais état » autant que dans un « bon état ».

Lorsque le prix p est inférieur au prix de souscription total, la demande croissante des investisseurs non informés va entraîner un rationnement quelle que soit la nature de l'état. Cependant, le montant du rationnement dans le « bon état » par rapport au « mauvais état » diminue. Ajoutons à cela le fait que, lorsque les non informés commencent à dominer le marché, la probabilité d'être rationné au niveau de chaque état est la même.

Le prix de souscription total p_f correspond à : $p_f Z = NT(b(p_f, N), p_f)$

En substituant cela dans la relation définissant la probabilité $b(p, N)$ (équation 4), nous avons :

$$b(p_f, N) = p_f Z / (p_f Z + I)$$

Pour les marchés de grande taille, la probabilité de recevoir une allocation de titres $b(p, N)$ est uniformément proche de la probabilité d'une demande nulle $b_0(p)$.

Ainsi, le prix de souscription total est très proche de la solution suivante :

$$b_0(p) \approx pZ / (pZ + I) \quad (7)$$

Cette équation montre qu'il y a toujours un prix de souscription total.

2-2-2 Le prix d'offre optimal

Compte tenu de l'aversion au risque de la part des propriétaires, des employés et des conseillers financiers de l'entreprise, le prix d'offre ne peut pas être plus élevé que la valeur moyenne des titres \tilde{v} .

Si le prix d'offre est plus élevé que \tilde{v} , les investisseurs non informés ne vont jamais soumettre d'ordres d'achat de titres. L'entreprise émettrice cède des titres exclusivement aux informés. Par conséquent, lorsque les titres sont de mauvaise qualité, l'émetteur finit par les conserver, en revanche lorsque les titres sont de bonne qualité, ce dernier n'hésite pas à les vendre. Quel que soit le degré d'aversion au risque, les propriétaires préféreront garder les titres plutôt que les vendre dans ces conditions.

Supposons que les préférences collectives des propriétaires soient représentées par la fonction d'utilité suivante : $U(w) = -w^{-1}$, que N désigne le nombre d'investisseurs non informés qui consacrent la fraction T de leur richesse à l'achat d'une action nouvelle et que le nombre d'actions offertes soit Z .

Le tableau suivant présente la richesse finale de l'entreprise émettrice, fonction de la valeur de marché des titres après cotation.

Tableau 5 – Richesse de l'investisseur en fonction de la valeur de marché des titres

	Valeur du titre après cotation	
	$\tilde{v} > p$ (sous-évaluation)	$\tilde{v} < p$ (surévaluation)
Richesse de l'entreprise émettrice	pZ	$NT(b, p) + \tilde{v}(Z - NT(b, p) / p)$

Source : Rock (1986)

Il apparaît donc d'après ce tableau que, lorsque l'action est sous-évaluée, toutes les actions offertes par l'entreprise sont vendues. En revanche, lorsque l'action est surévaluée,

seuls les investisseurs non informés participent à l'opération d'émission pour un montant égal à $NT(b, p)$ et l'entreprise émettrice conserve la part restante.

L'utilité attendue des propriétaires est la suivante :

$$EU(w) = p(\tilde{v} > p)U(pZ) + p(\tilde{v} < p) \times E(U(NT(b, p) + \tilde{v}(Z - NT(b, p)/p)) | \tilde{v} < p)$$

Sous l'hypothèse que \tilde{v} est une loi uniforme en $(0, 2\bar{v})$, nous avons :

$$EU(w) = \frac{-1}{pZ} + \frac{1}{2\bar{v}Z} \left\{ 1 + \frac{\log\left(\frac{NT(b, p)}{pZ}\right)}{1 - (NT(b, p)/pZ)} \right\}$$

Le premier terme de cette équation correspond à l'utilité des propriétaires, sachant que l'émission est totalement souscrite au prix p . Le second terme dépend de la fraction de titres souscrits par des investisseurs non informés : $NT(b, p)/pZ$

Il faut préciser que les propriétaires de l'entreprise ne choisiront pas un prix pour lequel la demande des investisseurs non informés sera nulle. Si la vraie valeur des titres \tilde{v} est inférieure à p , aucun titre ne sera vendu. Dans ce cas, leur espérance d'utilité tend vers $-\infty$. Par conséquent, les propriétaires seront plus à même d'offrir des titres avec une décote.

En tenant compte de $b(p, N)$ qui correspond à la probabilité de recevoir une allocation de titres, le problème de maximisation peut être écrit comme suit :

$$\max_{(p > p_f)} \frac{-1}{pZ} + \frac{1}{2\bar{v}Z} \left\{ 1 + \frac{\log\left(\frac{1}{b(p, N)} - \frac{\bar{v}}{p}\right)}{1 + \frac{\bar{v}}{p} - \frac{1}{b(p, N)}} \right\}$$

Si le nombre d'investisseurs est élevé, alors $b(p, N)$ sera approximativement égal à la probabilité d'une demande nulle, $b_0(p)$. Ainsi, la solution au problème de maximisation est que les dirigeants de l'entreprise choisissent la plus faible décote afin de garantir la souscription totale dans les deux états.

2-2-3 Conclusion du modèle

Au final, le modèle de Rock (1986) montre que le phénomène de sous-évaluation lors des opérations d'introduction en Bourse résulte de la présence d'asymétrie d'information entre investisseurs informés et non informés. Le modèle a essayé de comprendre le degré de rationnement des titres lors de la date d'émission, sachant qu'il existe deux types d'investisseurs aux fonctions d'utilité différentes. Pour les investisseurs non informés, l'utilité espérée est fonction de la probabilité d'obtenir des titres selon que l'introduction en Bourse est surévaluée ou sous-évaluée.

Rock (1986) étudie l'évolution de la demande des investisseurs non informés lorsque le prix d'offre varie. Il considère que ce type d'investisseur qui achète des titres à l'introduction s'attend à un revenu proche du taux sans risque.

Si le prix initial équivaut à la valeur moyenne des titres v et si les investisseurs non informés ne sont pas assez nombreux pour souscrire à toute l'opération, il n'y aura pas de rationnement des titres et donc pas d'incitation à l'achat, car l'espérance de rentabilité sera équivalente à celle d'un actif sans risque auquel il convient de rajouter du risque. Si le prix d'offre diminue, les investisseurs non informés seront attirés par cette réduction et passeront des ordres d'achat. A un prix critique, l'introduction en Bourse sera entièrement souscrite si les investisseurs informés la jugent intéressante.

2-2-4 Illustration du modèle de Rock (1986)

Pour mieux comprendre cette hypothèse de « malédiction du vainqueur » de Rock (1986) qui repose sur la coexistence d'investisseurs informés et non informés sur la valeur des titres à l'introduction en Bourse, nous nous proposons de l'analyser à travers un exemple :

Soit deux introductions en Bourse A et B qui émettent chacune 100 titres. Pour l'introduction en Bourse A, nous constatons une surévaluation du titre de 10 % alors que pour l'entreprise B, nous remarquons une sous-évaluation de 10 %.

Pour les investisseurs informés, l'opération d'introduction en Bourse A est peu rentable. Dans ce cas, seuls les investisseurs non informés vont demander les titres et vont les recevoir en totalité, soit 100 titres.

Pour l'opération B, la demande de titres est plus importante et l'investisseur non informé va recevoir un nombre limité de titres, sachant que les investisseurs informés vont

demander le maximum de titres. Si nous supposons que l'investisseur non informé reçoit seulement 10 titres, alors la rentabilité de son portefeuille sera de :

$$\text{Rentabilité Portefeuille I. non informé} = 10/110(10\%) + 100/110(-10\%) = -8\%$$

Par conséquent, les investisseurs non informés reçoivent une part plus élevée de titres surévalués et donc perdent de l'argent, d'où cette notion de malédiction du vainqueur lorsqu'ils s'aperçoivent qu'ils ne sont pas victorieux. Ces investisseurs ne vont alors participer aux introductions en Bourse que si la banque introductrice diminue le prix des titres offerts, ce qui est à l'origine de la décote initiale ou sous-évaluation des titres à l'introduction en Bourse.

2-2-5 Les approches alternatives de l'asymétrie d'information entre investisseurs

Plusieurs études se basant sur le modèle de Rock (1986) ont expliqué les raisons de la sous-évaluation des titres à l'introduction, dont ceux de Beatty et Ritter (1986), Benveniste et Spindt (1989), Benveniste et Wilhelm (1990) et Balvers, McDonald et Miller (1988).

Beatty et Ritter (1986) vont montrer l'existence d'une relation positive entre la sous-évaluation attendue d'une introduction en Bourse et l'incertitude sur la valeur de l'entreprise, comme l'ont révélé Rock (1986) et Baron (1982) dans leurs modèles respectifs. A l'aide d'estimateurs, les auteurs montrent qu'il y a effectivement une relation significative entre l'incertitude *ex ante* et la sous-évaluation lors des introductions en Bourse. Ils précisent que plus l'incertitude sur la valeur de l'entreprise est forte, plus le nombre d'investisseurs est élevé et plus ces derniers sont incités à investir dans la recherche d'informations avant de décider de participer à ce genre d'opération. Ceci va accentuer le problème de sélection adverse, surtout pour les investisseurs qui ont décidé de rester non informés. En d'autres termes, plus l'incertitude *ex ante* sur la valeur de la firme est élevée, plus le risque de participation d'investisseurs non informés est élevé. Ainsi, il est possible de compenser ce risque par la fixation d'un prix d'offre plus faible.

Beatty et Ritter (1986) démontrent également l'existence d'un équilibre de sous-évaluation renforcé par le rôle des intermédiaires-introducteurs. D'une part, les titres ne doivent pas être trop sous-évalués si la banque chef de file veut maintenir sa crédibilité et sa réputation et ne pas perdre de futurs clients. D'autre part, les titres doivent être suffisamment sous-évalués pour ne pas perdre d'investisseurs potentiels. En comparant les performances de 24 banques par rapport à une fonction de sous-évaluation, les auteurs

montrent que celles qui s'éloignent du niveau optimal de sous-évaluation perdent des parts de marché futures, d'où la nécessité pour elles de maintenir un certain niveau de sous-évaluation.

Tinic (1988) a vivement critiqué l'étude de Beatty et Ritter (1986). En effet, il montre que la relation statistique décrite par ces deux auteurs n'a aucun pouvoir explicatif pour les banques de bonne réputation. Sur la base d'un échantillon d'établissements bancaires, l'auteur n'observe pas de relation significative entre les variations de parts de marché et la déviation par rapport à l'équilibre de sous-évaluation de la période précédente. Malgré cela, l'étude empirique de Tinic (1988) a ses faiblesses, à savoir un échantillon de très petite taille qui rend les résultats contestables sur le plan statistique.

Pour leur part, Benveniste et Spindt (1989) vont rechercher, dans un contexte d'asymétrie d'information, un mécanisme optimal visant à limiter la sous-évaluation des titres lors des introductions en Bourse. Ils analysent cette opération en tenant compte de deux types d'investisseurs, à savoir les investisseurs habituels et les investisseurs occasionnels. Les premiers participent de manière successive aux introductions en Bourse et achètent des quantités importantes de titres, les seconds sont plus nombreux mais n'interviennent qu'exceptionnellement. Au sein de ces deux groupes, nous distinguons des investisseurs informés et des investisseurs non informés. Les auteurs considèrent que la banque chef de file fait partie de ce dernier groupe.

Benveniste et Spindt (1989) posent comme hypothèse que le prix des titres doit être le même pour tous les investisseurs et que la banque introductrice peut allouer les titres de manière discrétionnaire. Les investisseurs habituels possèdent des informations privées que ne détiennent ni l'entreprise émettrice ni la banque chef de file. Cette dernière, en quête d'informations privées, va inciter les investisseurs habituels à communiquer leurs informations en fixant un prix et une règle d'allocation qui leur accordent un profit supérieur.

Les auteurs démontrent que les titres sont prioritairement accordés aux investisseurs habituels et que la sous-évaluation à l'introduction est nécessaire pour que ces investisseurs soient incités à communiquer leurs informations privées. Cette sous-évaluation sera fonction du niveau de titres mis en vente, de la période de pré-marketing et de la valeur *ex ante* de l'information privée. Ainsi, la sous-évaluation est considérée comme une récompense accordée aux investisseurs habituels qui communiquent honnêtement les informations qu'ils détiennent.

Benveniste et Spindt (1989) étudient également le rôle de la banque chef de file lors de ce type d'opération. Ils montrent que cette dernière peut augmenter le bénéfice de l'entreprise émettrice si elle accorde une allocation prioritaire aux investisseurs habituels. En effet, la banque chef de file peut inciter ces investisseurs à participer à la phase de pré-marketing en les informant d'une possible privation de titres lors d'une prochaine émission. Les auteurs montrent que la décision du choix d'un contrat entre la banque chef de file et l'entreprise émettrice est influencé par l'incertitude sur la valeur de l'entreprise, l'aversion au risque du management et les besoins financiers de l'entreprise.

Pour leur part, Benveniste et Wilhelm (1990) analysent les revenus de l'émetteur et l'importance de la décote initiale. Ils montrent que, lorsque le prix des titres et la quantité allouée aux investisseurs sont déterminés de manière libre et discrétionnaire par la banque chef de file, alors les revenus de l'émetteur sont maximisés avec une sous-évaluation des titres plus faible. *A contrario*, lorsque le prix est le même pour tous les investisseurs, alors les revenus de l'entreprise sont plus faibles. Les auteurs supposent également l'existence de deux types d'investisseurs : les investisseurs professionnels et les investisseurs occasionnels. Ces investisseurs présentent les mêmes caractéristiques que dans le modèle de Benveniste et Spindt (1989).

Dans un premier temps, les auteurs avancent l'hypothèse que la banque chef de file alloue les titres de manière libre et discrétionnaire et fixe un prix différent selon les investisseurs. Elle va alors demander aux investisseurs professionnels une appréciation sur les titres de l'entreprise qui va être introduite en Bourse et, à partir des informations collectées, va déterminer le prix final et la règle d'allocation des titres. Ainsi, la banque chef de file doit trouver un mécanisme qui contraint les investisseurs informés à révéler les informations privées sur l'entreprise émettrice, qu'elles soient favorables ou défavorables. Pour atteindre cet objectif, la banque chef de file doit garantir un profit plus élevé à ceux qui ne seront pas opportunistes, le prix proposé se devant d'être supérieur au prix de réserve de l'investisseur. Sur la base des deux stratégies développées par les auteurs, il est constaté que les titres ne sont pas sous-évalués.

Dans un deuxième temps, Benveniste et Wilhelm (1990) vont étudier les conséquences d'un prix uniforme lors des introductions en Bourse et vont calculer la nouvelle espérance de revenus de la firme. Ils remarquent que les revenus de l'entreprise émettrice sont moins importants que ceux affichés dans le contexte précédent. Sachant cela, elle ne peut fixer un prix identique à tous les investisseurs, elle se doit alors de consentir une prime d'émission à tous les types d'investisseurs.

Enfin, Benveniste et Wilhelm (1990) vont prendre pour hypothèse que le banquier chef de file vend tous les titres au même prix et les alloue aux investisseurs selon une règle identique. Ils remarquent que cette banque, ne pouvant distinguer les investisseurs qui transmettent les bonnes informations de ceux qui en transmettent de mauvaises, se doit d'accorder une prime d'émission à tous les investisseurs pour limiter les conséquences de la « malédiction du vainqueur ». Ainsi, les revenus de l'entreprise émettrice seront plus faibles que dans les contextes précédents.

Enfin, certaines études ont mis l'accent sur le rôle du choix du cabinet d'audit dans la détermination de l'équilibre de sous-évaluation. Parmi ces recherches, nous distinguons celle de Balvers, McDonald et Miller (1988) qui vont développer un modèle similaire à celui de Rock (1986), en utilisant l'asymétrie d'information entre les investisseurs informés et ceux non informés. Dans leur modèle, la banque chef de file va signaler sa réputation à travers la qualité de la société d'audit. Le modèle va mettre l'accent sur les actions de la banque chef de file à travers les résultats de Beatty et Ritter (1986) et à l'évaluation des introductions en Bourse à partir du choix du cabinet d'audit. En adoptant le résultat de Beatty et Ritter (1986) selon lequel il existe une corrélation positive entre le niveau de sous-évaluation et le degré d'incertitude *ex ante*, Balvers, McDonald et Miller (1988) formulent des propositions testables empiriquement. Ils montrent que : (1) les banques chefs de file de bonne réputation ont intérêt à s'associer avec des cabinets d'audit de bonne réputation pour se couvrir du risque de mauvaise évaluation de l'émetteur ; (2) la sous-évaluation par les banques de bonne réputation est plus faible. En effet, compte tenu du choix d'un cabinet d'audit de bonne réputation, la banque introductrice va émettre un signal positif au marché et donc aux investisseurs non informés. L'incertitude se trouvera réduite et donc la sous-évaluation sera plus faible ; (3) plus la réputation du cabinet d'audit et celle du banquier introducteur sont corrélées positivement, plus la sous-évaluation à l'introduction en Bourse sera faible.

Hormis les asymétries d'information rencontrées dans les relations entre émetteur-banque chef de file et entre investisseurs-banque chef de file, nous relevons également la présence d'asymétries entre l'émetteur et les investisseurs, principalement celles concernant la fixation du prix d'offre et la part de la décote initiale à accorder. Les premiers chercheurs qui se sont intéressés à la compréhension des relations entre ces deux acteurs ont émis l'idée que les entreprises pouvaient décider d'une sous-évaluation pour « laisser un bon goût dans la bouche des investisseurs ». Parmi ces auteurs, nous

distinguons Allen et Faulhaber (1989) qui ont modélisé cette approche que nous développons ci-dessous.

2-3 Asymétrie d'information entre l'émetteur et les investisseurs

Le troisième type d'asymétrie d'information explicatif de la sous-évaluation des titres lors de l'introduction en Bourse trouve son origine dans les relations entre l'émetteur et les investisseurs. En effet, l'entreprise émettrice possède toutes les informations privilégiées et connaît parfaitement ses perspectives d'avenir tandis que les investisseurs ne possèdent pas cette information et cherchent à connaître la valeur de la firme.

Plusieurs chercheurs ont modélisé cette approche en considérant que les émetteurs acceptent de limiter leurs gains lors de l'introduction en Bourse à travers une sous-évaluation de leurs titres pour pouvoir les vendre par la suite à un prix intéressant. En effet, l'entreprise de bonne qualité va se signaler de diverses manières pour informer l'investisseur potentiel de sa qualité et de son niveau de risque. La crédibilité du signal va permettre de réduire cette asymétrie d'information. Parmi les signaux envoyés : la décote initiale accordée aux investisseurs.

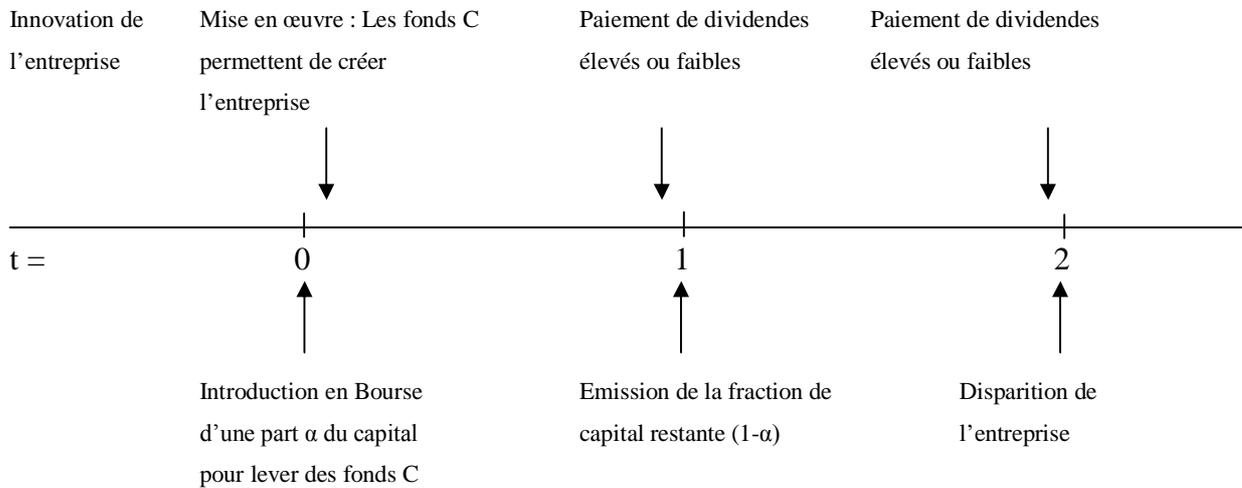
Le modèle d'Allen et Faulhaber (1989) va expliquer cette sous-évaluation à l'aide d'un modèle de signal. L'idée est de considérer la sous-évaluation comme un signal pour les firmes de bonne qualité qui désirent s'introduire en Bourse. Les auteurs vont reprendre l'idée d'Ibbotson (1975) selon laquelle l'entreprise sous-évalue ses titres pour « laisser un bon goût » aux investisseurs potentiels.

Allen et Faulhaber (1989) considèrent que la bonne entreprise, à la différence de la mauvaise, peut réduire la part de titres cédés lors de l'introduction en Bourse ou le prix d'offre, pour signaler la possibilité de sortie à une date ultérieure à un prix plus élevé. Les entreprises de bonne qualité peuvent supporter des coûts d'émission plus élevés. Ces coûts, équivalents en général à la décote, sont des signaux qui attirent les investisseurs.

2-3-1 Le modèle d'Allen et Faulhaber (1989)

Les auteurs considèrent, à l'instant $t = 0$, un ensemble d'entreprises neutres au risque qui s'introduisent en Bourse. Par mesure de simplicité, il est considéré que le nombre d'actions détenues par l'entreprise est égal à 1. Nous présentons dans la figure ci-dessous les différentes étapes d'événements.

Schéma 3 – Séquence des événements



Source : Allen et Faulhaber (1989)

Les entreprises naissent avec l'idée d'un projet novateur. En $t = 0$, elles réalisent une opération d'introduction en Bourse en vue de lever des fonds C ($C > 0$) pour financer ce projet. Pour cela, elles vendent une fraction de leur capital α . En $t = 1$ et $t = 2$, l'entreprise distribue des dividendes qui peuvent être élevés (H) ou faibles (L) tels que $H \geq 0$. Les créateurs de l'entreprise, spécialistes de start-up et non d'entreprises matures, vendent la part restante de leur capital $(1 - \alpha)$ après la première distribution de dividendes en $t = 1$.

Il existe deux types d'entreprises : les bonnes entreprises (G) ou à risque faible et les mauvaises entreprises (B) ou à risque élevé. Les entreprises à risque faible distribuent des dividendes bien plus élevés que celles à risque élevé. Cependant, la qualité d'une entreprise peut changer avec le temps. Une entreprise à risque faible peut devenir une entreprise à risque élevé entre $t = 0$ et $t = 1$. En revanche, une entreprise à risque élevé ne peut prétendre au groupe des entreprises à faible risque entre ces deux étapes.

Allen et Faulhaber (1989) partent de l'idée que le projet d'innovation de l'entreprise peut être une réussite comme un échec. Ils supposent que l'entreprise de faible risque développe des projets de qualité. En revanche, l'entreprise de risque élevé ne parvient pas à réaliser un projet correctement.

Sur la totalité des entreprises qui s'introduit en Bourse, il existe une proportion θ d'entreprises de bonne qualité et une proportion $(1-\theta)$ d'entreprises mauvaises (avec $0 < \theta < 1$). Nous distinguons des entreprises disposant d'un projet de qualité et qui le mettent à exécution avec la probabilité λ ($0 < \lambda < 1$). Une entreprise qui n'arrive pas à

assurer la bonne exécution de son projet devient mauvaise. Les entreprises disposant de projets de mauvaise qualité dès le départ ne peuvent que rester mauvaises. Après l'exécution du projet, la part d'entreprises de bonne qualité est $\theta\lambda$ et $(1-\theta\lambda)$ la part d'entreprises de mauvaise qualité ou à risque élevé. A $t = 0$, les propriétaires de l'entreprise savent si leur projet est de bonne ou mauvaise qualité mais ne savent pas si son exécution sera un succès.

Après l'exécution du projet, les entreprises de bonne qualité ont la probabilité π_G de distribuer un dividende élevé H et la probabilité $(1-\pi_G)$ de distribuer des dividendes faibles L tels que $\pi_G > \pi_B$.

Les investisseurs, quant à eux, ne peuvent observer la qualité du projet d'investissement ni le succès de son exécution. Ils ne peuvent observer que le prix d'offre, la part de titres à céder et les dividendes versés à la fin de chaque période. En revanche, ils sont conscients de l'existence de deux types d'entreprises et connaissent la probabilité de distribution de dividendes élevés pour une entreprise i , soit $\pi_i (i = G, B)$. Ces investisseurs sont supposés être neutres au risque.

Le montant déboursé par les investisseurs lors de l'opération d'émission en $t = 0$ dépend des croyances sur la probabilité que l'entreprise soit de bonne qualité après l'exécution du projet. L'entreprise émettrice décide du prix d'offre et de la proportion de titres à céder, ce qui peut correspondre à un signal positif envoyé aux investisseurs. A la fin de la première étape, les dividendes sont versés et ces investisseurs peuvent relativiser leurs croyances sur la qualité de l'entreprise en fonction de ce type d'information. Ceci va conditionner leur participation à l'émission de titres en $t = 1$.

Quelles sont alors les probabilités que l'entreprise émettrice soit de bonne qualité lorsque les dividendes versés sont élevés ou faibles ?

La probabilité en $t = 0$ qu'un investisseur considère une entreprise de bonne qualité après exécution du projet est notée r_0 . A la fin de la première étape, il observe la distribution de dividendes élevés (H) ou faibles (L), et va mettre à jour ses croyances. S'il observe la distribution d'un dividende élevé, la probabilité va changer et passer de r_0 à $r_H(r_0)$. Le calcul de cette probabilité conditionnelle nécessite l'utilisation du théorème de Bayes. Il s'agit du rapport entre la probabilité pour une entreprise de qualité de verser un

dividende élevé et la probabilité que toutes les entreprises versent un dividende élevé. La probabilité postérieure que l'entreprise soit de bonne qualité, suite à l'observation d'une distribution de dividendes élevés, est :

$$r_H(r_0) = \frac{\pi_G r_0}{\pi_G r_0 + \pi_B (1 - r_0)} \quad (1)$$

Si, en revanche, l'investisseur observe la distribution de dividendes faibles, la probabilité postérieure que l'entreprise soit de bonne qualité est $r_L(r_0)$ tel que :

$$r_L(r_0) = \frac{(1 - \pi_G) r_0}{(1 - \pi_G) r_0 + (1 - \pi_B) (1 - r_0)} \quad (2)$$

Quelle est la valeur de l'entreprise pour l'investisseur aux temps $t = 0$ et $t = 1$?

Supposons qu'à $t = 0$, les investisseurs croient que l'entreprise est de bonne qualité avec la probabilité r_0 , et qu'à l'étape $t = 1$, ils observent que le montant des dividendes versés j peut être élevé ou faible : $j = H$ ou L . Dans ce cas, les investisseurs modifient leurs croyances sur l'entreprise sur la base des équations ci-dessus. S'ils observent des dividendes élevés, ils modifient la probabilité que la firme soit de qualité de r_0 à $r_H(r_0)$. S'ils observent des dividendes faibles, ils révisent à la baisse la probabilité que l'entreprise soit de bonne qualité, soit $r_L(r_0)$.

A $t = 1$, les investisseurs ont observé que $j = H$ ou L et en utilisant un facteur d'actualisation sur une seule période (et en modifiant $r_j(r_0)$ par r_j) vont valoriser

$$l'entreprise : V_j(r_0) = \delta \left\{ H \left[r_j \pi_G + (1 - r_j) \pi_B \right] + L \left[1 - r_j \pi_G - (1 - r_j) \pi_B \right] \right\}$$

(3)

Ainsi, les dividendes versés en $t = 2$ sont pondérés par leur probabilité de réalisation, en tenant compte des performances obtenues lors de la première période. Un dividende élevé peut être distribué dans deux cas : une entreprise de bonne qualité (avec la probabilité r_j) peut réaliser des dividendes élevés (π_G) ; une entreprise de mauvaise qualité (avec la probabilité $1 - r_j$) peut réaliser des dividendes élevés (π_B). Autrement, les dividendes versés sont faibles.

A $t = 0$, les investisseurs ne peuvent pas évaluer l'entreprise ($j = 0$), donc la valeur de l'entreprise correspondra à l'actualisation des flux futurs, soit :

$$V_0(r_0) = \delta \{ (H + V_H) [r_0 \pi_G + (1 - r_0) \pi_B] + (L + V_L) [1 - r_0 \pi_G - (1 - r_0) \pi_B] \} \quad (4)$$

Sachant que les marchés d'actions sont supposés être efficaces et compétitifs, le prix de l'entreprise va rejoindre le prix fixé par les investisseurs sur la base de leurs croyances. Par conséquent, les équations 3 et 4 correspondent au prix du marché de l'entreprise à $t = 0$ et $t = 1$.

Quelles sont, dès lors, les espérances de profit pour les propriétaires en $t = 0$ et $t = 1$?

Les propriétaires connaissent la qualité de l'entreprise ($i = G, B$), et par conséquent la distribution de dividendes en résultant. Sachant que tous les acteurs sont neutres au risque, la rentabilité espérée par les propriétaires $R_i(r_0)$ après exécution du projet, représentée par l'actualisation des *cash-flows* futurs, en tenant compte des croyances des investisseurs représentées par r_0 , est (en $t = 1$) :

$$R_i(r_0) = \delta \{ \pi_i [H + V_H(r_0)] + (1 - \pi_i) [L + V_L(r_0)] \} \text{ avec } i = G, B \quad (5)$$

$R_i(r_0)$ correspond à la somme pondérée par les probabilités des dividendes et de la valeur de l'entreprise selon les investisseurs après connaissance de ces dividendes.

Avant l'exécution du projet, les propriétaires de l'entreprise disposent d'informations privées sur la qualité de leur projet ($i = G, B$), mais ne savent pas si sa réalisation sera une réussite ou un échec. Si une entreprise de mauvaise qualité cède une part α de titres à l'instant $t = 0$ au prix p_0 , la rentabilité espérée pour les propriétaires est (en $t = 0$) :

$$R_B^0(p_0, r_0) = \alpha p_0 + (1 - \alpha) R_B(r_0) - C \quad (6)$$

Cette espérance de profit est fonction des capitaux levés lors de l'introduction en Bourse, du coût d'exécution du projet, des dividendes espérés et de la vente des actions restantes $(1 - \alpha)$ en $t = 1$.

De manière similaire, l'espérance de profit pour une entreprise de bonne qualité en $t = 0$ est :

$$R_G^0(p_0, r_0) = \alpha p_0 + (1 - \alpha) \{ \lambda R_G(r_0) + (1 - \lambda) R_B(r_0) \} - C \quad (7)$$

Notons que :

- $R_G(r_0) > R_B(r_0)$: dans les croyances d'un investisseur donné, une entreprise de bonne qualité aura de meilleures espérances de rentabilité qu'une entreprise de qualité inférieure ;
- $dR_i/dR_0 > 0$: pour un type d'entreprise donné, plus les croyances des investisseurs sont optimistes, plus les espérances de rentabilité sont élevées ;
- $R_B(0) = V_0(0)$: l'espérance de rentabilité d'une entreprise mauvaise, amenant les investisseurs à la considérer comme une entreprise de mauvaise qualité, équivaut à l'évaluation initiale par ces investisseurs d'une entreprise de mauvaise qualité.

Il y a lieu de tenir compte des contraintes suivantes :

(i) chaque propriétaire d'entreprise doit lever au moins C (coût d'investissement), soit :

$$\alpha p_0 \geq C \quad (8a)$$

(ii) les investisseurs ne participeront que s'ils payent un prix p_0 inférieur au prix estimé,

soit :
$$p_0 < V_0(r_0) \quad (8b)$$

Compte tenu de ces contraintes, les rendements de chaque type d'entreprise paraissent croître avec le prix initial p_0 , et nous pourrions nous attendre à ce que toute entreprise souhaite céder les titres au prix maximal. Quel que soit son type, chaque entreprise souhaitera utiliser le prix initial p_0 comme un signal pour conditionner les croyances a priori des investisseurs. Dans ce cas, l'équation (8b) n'est pas contraignante. Quand cela survient à l'équilibre, l'introduction en Bourse est sous-évaluée, la demande excède l'offre de titres et les allocations de titres sont rationnées.

2-3-2 Equilibres séparants et mélangeants

Dans un équilibre séparant, les entreprises de bonne qualité signalent leur type aux investisseurs en adoptant une stratégie « prix, parts de titres cédés ». Ces derniers pensent que toutes les firmes qui utilisent cette stratégie pour se signaler sont de bonne qualité ($r_0 = \lambda$), c'est-à-dire que leur croyance a priori r_0 est égale à λ , et que toutes celles qui ne se signalent pas sont mauvaises ($r_0 = 0$), ce qui laisse prévoir que le signal par des entreprises de mauvaise qualité ou de bonne qualité n'est pas plus avantageux que l'absence de signal. Ces conditions sont :

$$R_B^0(p_0, \lambda) \leq R_B^0(V_0(0), 0) \quad (9a)$$

$$R_G^0(p_0, \lambda) \geq R_G^0(V(0), 0) \quad (9b)$$

Le signal est crédible et avantageux pour les entreprises de bonne qualité si le prix d'offre p_0 satisfait les contraintes (8) et (9).

Proposition 1 : Un équilibre séparant existe si et seulement si :

$$R_G(\lambda)/R_B(\lambda) \geq R_G(0)/R_B(0) \quad (10)$$

$$C < V_0(0) \quad (11)$$

Le rationnement se produit toujours dans un équilibre séparant.

Toute entreprise préférerait que les investisseurs aient une image positive de sa qualité, puisque les capitaux levés suite à la vente de titres sont plus élevés pour des entreprises de bonne qualité que pour des entreprises de moins bonne qualité $V_j(\lambda) > V_j(0)$. Si les entreprises désirent signaler leur qualité, elles doivent renoncer à une part de leur rentabilité en fixant un prix p_0 inférieur à ce qu'elles auraient obtenu autrement. Le coût du signal doit être assez élevé pour dissuader les entreprises de mauvaise qualité d'utiliser la même stratégie. Le rapport $R_G(r_0)/R_B(r_0)$ correspond à la valorisation d'une entreprise de bonne qualité par rapport à une entreprise de mauvaise qualité, compte tenu des croyances a priori r_0 des investisseurs. Si ce rapport est plus élevé lorsque les croyances sont optimistes ($r_0 = \lambda$) que lorsqu'elles sont pessimistes ($r_0 = 0$), alors l'équation (10) est satisfaite : les entreprises de bonne qualité bénéficient davantage de la sous-évaluation et le signal de la qualité de l'entreprise en vaut la peine.

Nous avons ici un rationnement dans cet équilibre séparant puisque le prix d'offre p_0 est inférieur au prix du marché d'une entreprise connue comme étant de bonne qualité. Cela se produit puisque la crédibilité du signal nécessite que le prix d'offre p_0 soit plus faible que la valeur d'une entreprise reconnue comme de mauvaise qualité, soit $p_0 \leq V_0(0) < V_0(\lambda)$.

Les entreprises de bonne qualité établissent un prix d'offre inférieur, ce qui fait que le prix ne joue pas son rôle d'équilibre entre l'offre et la demande de titres (prix du marché), mais joue le rôle de signal. Les investisseurs sont informés du prix bas et en déduisent que l'entreprise est de bonne qualité, car les entreprises de mauvaise qualité ne trouvent pas

avantageux de réaliser cette même stratégie et donc d'accepter les pertes liées à la sous-évaluation.

Tous les équilibres ne sont pas séparants : il peut exister également un équilibre mélangeant. Dans ce cas précis, les investisseurs ne peuvent pas distinguer la qualité des entreprises au moment de l'opération d'introduction en Bourse. La croyance a priori des investisseurs sur toutes les firmes est alors $r_0 = \theta\lambda$.

Dans un équilibre mélangeant, un signal par le prix et les quantités de titres à céder n'est crédible que si cette stratégie est moins avantageuse pour une entreprise de mauvaise qualité qu'en cas de mélange. Cette condition est :

$$R_B^0(p_0, \lambda) \leq R_B^0(V_0(\theta\lambda), \theta\lambda) \quad (12)$$

Pour leur part, les entreprises de bonne qualité doivent trouver moins rentable d'utiliser une stratégie crédible de *signaling* qu'en cas de mélange. Ainsi, l'ensemble des stratégies prix-proportion de titres à céder vérifiant les inégalités (8a), (8b) et (12) doit vérifier l'inégalité suivante :

$$R_G^0(p_0, \lambda) \leq R_G^0(V_0(\theta\lambda), \theta\lambda) \quad (13)$$

En outre, il est clair que ni les entreprises de bonne qualité, ni les entreprises de mauvaise qualité ne désirent signaler qu'elles sont de mauvaise qualité.

Proposition 2 : Un équilibre mélangeant existe si et seulement si :

$$R_G(\lambda)/R_B(\lambda) \leq R_G(\theta\lambda)/R_B(\theta\lambda) \quad (14)$$

$$C \leq V_0(\theta\lambda) \quad (15)$$

Le prix du marché (demande = offre) est révélé dans un équilibre mélangeant.

Toute entreprise préférera que les investisseurs la considèrent comme de bonne qualité plutôt qu'ils la jugent de manière aléatoire. Dans ce cas, l'évaluation par le marché serait meilleure $[V_j(\lambda) > V_j(\theta\lambda)]$. Signaler la qualité de l'entreprise est coûteux car les rendements se trouvent amoindris. Ce coût doit être assez dissuasif pour que les entreprises de mauvaise qualité n'imitent pas la même stratégie. La condition (14) n'est valable que si les entreprises de bonne qualité ne sont pas mieux valorisées lorsque les investisseurs ont une croyance a priori optimiste ($r_0 = \lambda$). Dans ce cas, elles ne trouvent pas judicieux de signaler leur qualité.

Dans un équilibre mélangeant, il n'y a pas de sous-évaluation. Les prix des titres cotés correspondent aux valorisations des entreprises faites par les investisseurs, le marché est par conséquent équilibré.

Il existe des valeurs de paramètres telles que les deux équilibres séparant et mélangeant existent. Dans ce cas, il est supposé que le coût de mise en place du projet soit plus faible que l'évaluation initiale par l'investisseur d'une entreprise connue de mauvaise qualité, soit $C < V_0(0) < V_0(\theta\lambda)$. Il apparaît que, lorsqu'il y a une faible probabilité que l'entreprise demeure de bonne qualité après la mise en place du projet, alors un équilibre séparant existe. Si cette probabilité est forte (λ élevé), alors un équilibre mélangeant existe. Pour des valeurs intermédiaires, les deux équilibres existent, soit la proposition suivante :

Proposition 3 : Lorsque les deux équilibres coexistent, les entreprises de bonne et mauvaise qualité sont dans de meilleures conditions dans un équilibre mélangeant.

2-3-3 Eléments empiriques et implications

Ibbotson et Jaffe (1975) et Ritter (1984) ont montré l'existence du phénomène de sous-évaluation lors des opérations d'introduction en Bourse. Ibbotson et Jaffe (1975) ont révélé que le degré de sous-évaluation était cyclique et fortement concentré à certaines périodes qualifiées de *hot IPO market*. Ces auteurs ont souligné également que le volume de ces opérations d'émission était cyclique.

Les résultats des propositions 1 à 3 vont dans le sens de ces implications empiriques. Dans ce modèle, Allen et Faulhaber (1989) supposent que les dividendes H et L sont déterminés de manière exogène puisqu'ils sont fonction des conditions de marché et de l'environnement sectoriel de l'entreprise. Si nous considérons une industrie dans laquelle $V_0(0) = C$, c'est-à-dire un coût d'implantation du projet C égal à la valeur donnée par les investisseurs sur la base de leurs croyances lors de la mise en place du projet, alors l'équilibre sera mélangeant. Si nous supposons maintenant une industrie où les conditions et prix changent, alors les prix vont supporter la hausse des valeurs de H et L (distribution de dividendes), ce qui va naturellement augmenter $V_0(0)$. Comme $C < V_0(0)$, alors le marché des introductions en Bourse va devenir un marché à équilibre séparant, dans lequel le phénomène de sous-évaluation existe.

Par conséquent, dans les industries où la condition (10) de la proposition 1 est respectée, nous pourrions nous attendre à ce qu'un changement des conditions de marché conduise à un volume d'opérations d'introduction en Bourse plus élevé et à une sous-évaluation plus prononcée de ces opérations. Lorsque le nombre d'entreprises entrant en Bourse atteindra son nouveau niveau d'équilibre, le flux d'opérations d'émission s'arrêtera, marquant la fin de la période haussière ou *hot IPO market*.

2-3-4 Conclusion du modèle

Les implications du modèle d'Allen et Faulhaber (1989) sont : (1) les périodes haussières (qualifiées de *hot IPO market*), où le volume d'introduction en Bourse est élevé, interviennent dans des secteurs spécifiques où des chocs exogènes améliorent l'espérance de rentabilité des entreprises de ces secteurs ; (2) ces conditions de marché prévalent jusqu'à ce que le nombre d'entreprises constituant ce secteur se conforme aux nouvelles conditions ; (3) les entreprises pour lesquelles il n'y a pas d'asymétrie d'information, et qui n'ont par conséquent aucun besoin de se signaler, ne sont pas sous-évaluées ; (4) lorsque d'autres intervenants participent aux opérations d'introduction en Bourse, telles les sociétés de capital-risque, alors la sous-évaluation est plus prononcée.

Le modèle montre également que les entreprises qui n'émettent pas de titres dans une période raisonnable suite à l'opération d'introduction en Bourse seront moins sous-évaluées que les entreprises qui font appel au marché dans un court délai.

Les différents travaux empiriques réalisés soulignent que la sous-évaluation des nouvelles émissions intervient à certaines périodes et dans des secteurs particuliers. Allen et Faulhaber (1989) ont donc développé un modèle en tenant compte de ce phénomène de sous-évaluation. Ils ont analysé les différentes théories de sous-évaluation en prenant pour hypothèse qu'une entreprise est toujours mieux informée sur ses investisseurs qu'aucun autre intervenant. Ils montrent que la sous-évaluation est un signal favorable envoyé aux investisseurs potentiels quant à la qualité de la firme introduite. Ce signal sera crédible car seules les entreprises de bonne qualité pourront récupérer, lors d'émissions futures, le coût de ce signal. En revanche, les mauvaises entreprises ne pourront pas établir la même stratégie puisqu'elles ne pourront pas compenser ce coût de *signaling*.

Dans ce même esprit, le modèle de Welch (1989) montre que la sous-évaluation est aussi un signal sur la qualité de l'entreprise à l'intention des investisseurs. En revanche, au

niveau du modèle, une différence existe dans le sens que, pour Allen et Faulhaber (1989), les investisseurs modifient leurs appréciations sur l'entreprise en fonction des performances affichées, alors que Welch (1989) révèle le type d'entreprise de manière aléatoire et exogène.

En effet, Welch (1989) admet comme hypothèse qu'il existe des coûts directs que les entreprises de risque élevé doivent supporter pour être capables d'imiter les entreprises de risque faible. Il admet que la qualité de l'entreprise peut être révélée de manière certaine entre la période de l'introduction en Bourse et l'émission qui lui succède. S'il y a une probabilité élevée que la firme de mauvaise qualité soit identifiée avant la seconde émission, l'entreprise aura une faible incitation à supporter les coûts dans le but d'imiter les entreprises de bonne qualité. Si ces dernières attirent l'attention des investisseurs sur leur qualité à travers la sous-évaluation, alors le coût d'imitation pour les entreprises de mauvaise qualité devient de plus en plus élevé. Par conséquent, la sous-évaluation par les entreprises de bonne qualité peut entraîner un équilibre séparant dans lequel les firmes s'estiment mauvaises depuis qu'elles ne sont plus incitées à imiter le comportement des firmes de bonne qualité (les coûts d'imitation étant devenus trop élevés, eu égard au fait d'être identifiées comme mauvaises firmes). D'autre part, les entreprises de bonne qualité vont minimiser le coût de sous-évaluation en ne supportant que ceux nécessaires pour induire un équilibre séparant, et vont alors s'assurer d'être classées de façon fiable en tant que firmes de bonne qualité pour l'offre qui suit l'introduction en Bourse.

Cela implique dans le modèle d'Allen et Faulhaber (1989) que les firmes de bonne qualité vont émettre lors de l'introduction en Bourse un faible pourcentage du capital afin de minimiser le coût total de la sous-évaluation, pour ensuite vendre à un prix favorable une part de capital importante dans une émission future. Pour Welch (1989), la sous-évaluation est un mécanisme utilisé pour faciliter le retour au marché dans la période qui suit l'opération d'introduction en Bourse.

Après avoir vu les différentes asymétries d'information lors d'une opération d'introduction en Bourse, nous allons présenter dans la partie suivante le phénomène de sous-évaluation de manière plus explicite à travers sa définition, la revue de littérature se rapportant à ce sujet ainsi que sa remise en cause par certains auteurs.

3- Explications du phénomène de sous-évaluation des introductions en Bourse

Une introduction en Bourse comporte trois étapes principales. En premier lieu, un prix d'offre est fixé par consentement entre l'entreprise émettrice et l'intermédiaire-introducteur puis est proposé au marché. En second lieu, un cours de cotation est fixé, résultat de l'offre et de la demande sur ce titre. Enfin, si l'offre est entièrement servie, un prix d'équilibre est affiché ; si l'offre de titres est trop faible, les intermédiaires vont ajuster le prix jusqu'à éliminer l'excédent de demande. Le prix d'équilibre est ainsi stabilisé et l'introduction en Bourse est close. Les titres vont alors s'échanger sur le marché sans limitations. Ce sont les informations dont disposent les investisseurs qui vont avoir un impact sur l'évolution des titres.

L'introduction en Bourse est une opportunité de plus-value pour les premiers investisseurs. Ils peuvent, s'il n'y a pas de délai de détention, avoir une action spéculative en anticipant la réalisation de l'introduction en Bourse. Ainsi, le multiple « Quantité demandée / Quantité offerte » sera très fort si le marché perçoit une sous-évaluation significative.

L'existence d'une sous-évaluation initiale, à savoir un écart positif entre le premier cours coté et le prix d'offre, entraîne un retour potentiel de titres important. Plus la sous-évaluation est élevée, plus les investisseurs seront incités à revendre les titres acquis lors de l'introduction en Bourse. Ceci aura pour conséquence d'ajuster le prix d'équilibre puisque l'offre de titres augmentera et donc le prix du titre diminuera.

3-1 Raisons de la sous-évaluation des titres lors des introductions en Bourse

L'existence d'une sous-évaluation lors d'une introduction en Bourse s'explique par le risque d'échec, la présence d'asymétrie informationnelle et l'envoi d'un signal par les firmes de bonne qualité aux investisseurs.

➤ Le risque d'échec se manifeste par la non-souscription des titres proposés lors de l'introduction en Bourse. Il ternit l'image de l'entreprise émettrice sur les marchés financiers et constitue un signal de défiance fort pour les investisseurs. Le risque d'échec d'une introduction en Bourse est très rare mais réel. Si l'entreprise propose un prix d'offre proche de sa valeur fondamentale ou supérieur à celle-ci, le risque de non-souscription sera d'autant plus élevé. Néanmoins, la sous-évaluation est assimilée à un « ticket d'entrée »

payé par l'entreprise émettrice aux investisseurs dans la crainte d'une non-souscription des titres lors de l'introduction en Bourse. C'est un coût d'opportunité d'un montant égal à l'écart entre le prix d'équilibre et le prix d'offre. Enfin, les recherches empiriques ont montré qu'il existe une relation positive entre l'incertitude *ex ante* sur la valeur de l'entreprise émettrice et le niveau de sous-évaluation des titres.

➤ Il existe des asymétries d'information entre les différents acteurs d'une opération d'introduction en Bourse, à savoir l'entreprise émettrice, l'intermédiaire-introducteur et les investisseurs. Nous avons présenté dans la deuxième partie les principaux modèles fondateurs qui ont expliqué cet excès de rentabilité.

➤ La sous-évaluation des titres apparaît comme un signal adressé aux investisseurs sur la qualité de l'entreprise émettrice. En effet, la décote initiale est un signal fort émis par la société en direction des investisseurs potentiels, pour signifier qu'elle est confiante dans ses perspectives de performances futures et dans sa capacité à se priver d'une partie des liquidités immédiates qu'apporte l'opération d'introduction en Bourse. La sous-évaluation signifie que l'introduction en Bourse est de bonne qualité, ce qui attire un grand nombre d'investisseurs et permet d'atténuer le problème d'asymétrie informationnelle que nous avons vu précédemment dans le modèle d'Allen et Faulhaber (1989).

3-2 La sous-évaluation dans la littérature financière et les hypothèses alternatives

Les entreprises qui désirent s'introduire en Bourse acceptent d'émettre des titres sur le marché à un prix inférieur à celui que les investisseurs sont capables de payer, d'où la notion de rentabilité initiale des titres. Au-delà des modèles d'asymétrie d'information dont les plus importants ont été traités dans la deuxième partie de cette section, plusieurs hypothèses alternatives ont été développées par les chercheurs afin d'expliquer la nécessité pour l'entreprise émettrice d'accepter la sous-évaluation de ses titres lors de la cotation en Bourse.

3-2-1 L'hypothèse du facteur de compensation

Selon cette hypothèse, les rentabilités anormalement positives lors des premiers jours de cotation s'expliqueraient par la nécessité pour l'entreprise émettrice de compenser les coûts supportés à la fois par le banquier introducteur et les investisseurs *ex ante*.

En effet, Booth et Chua (1996) montrent que la sous-évaluation permet aux investisseurs de récupérer le coût d'acquisition d'information lié à l'évaluation de la qualité de l'entreprise émettrice. Ainsi, afin de générer une sursouscription élevée des titres et attirer un grand nombre de souscripteurs, il est nécessaire d'avoir une sous-évaluation proportionnellement plus importante. Les auteurs soulignent que la sous-évaluation est utilisée pour compenser *ex post* les coûts d'informations supportés *ex ante* par les investisseurs. Ils relèvent que la sous-évaluation est corrélée positivement au coût d'acquisition d'information lors de l'évaluation de l'entreprise émettrice.

Pour leur part, Habib et Ljungqvist (2001) considèrent la sous-évaluation comme la résultante d'un arbitrage entre les avantages liés à sa diminution et les coûts engendrés par cette diminution. La sous-évaluation diminuant la richesse de l'émetteur, une réduction de celle-ci est possible en engageant des dépenses supplémentaires en publicité, en multipliant les *road shows* et en engageant des banques réputées. Le bénéfice d'une baisse de la sous-évaluation dépend de l'importance de l'offre consentie par l'émetteur et de l'impact de sa richesse réelle. Les auteurs remarquent une relation négative entre les dépenses de marketing liées à l'opération d'introduction en Bourse et la sous-évaluation. Il apparaît donc que les dirigeants-actionnaires acceptent de sous-évaluer l'entreprise à un niveau qui ne pénalise pas trop leur richesse.

3-2-2 L'hypothèse de maximisation de la richesse des actionnaires

Cette hypothèse repose sur l'idée que la sous-évaluation des titres va permettre aux actionnaires d'amplifier la demande de titres sur le marché secondaire compte tenu du rationnement qui a lieu lors de la cotation. Ceci va ainsi augmenter la valeur du titre, lui assurer une évolution linéaire, et donc maximiser la richesse des actionnaires *ex post*.

Dans ce cadre, Chemmanur (1993) va développer un modèle dans lequel les dirigeants propriétaires cherchent à maximiser le résultat de l'introduction en Bourse en même temps que la vente ultérieure de leurs parts sur le marché secondaire. Ces derniers vont soit chercher à maximiser le résultat de l'opération d'émission en fixant un prix d'offre au plus près de la valeur fondamentale de l'entreprise, soit maximiser le résultat de la vente sur le marché secondaire, et ainsi tolérer une sous-évaluation plus importante à la cotation afin d'engendrer la production d'informations de la part des investisseurs. Cette production d'informations va révéler la qualité de l'entreprise et augmenter la valeur du titre sur le marché secondaire.

De leur côté, Loughran et Ritter (2002) avancent une théorie selon laquelle les émetteurs sont agréablement surpris par les fonds levés lors de l'introduction en Bourse. Aux Etats-Unis, une entreprise introduite en Bourse perd en moyenne l'équivalent de 9,1 millions de dollars, ce qui équivaut à un an de profit pour beaucoup d'entreprises et également à deux fois les commissions directes payées à la banque introductrice. Les introductions en Bourse qui acceptent de « laisser autant d'argent sur la table » sont généralement celles où le prix d'offre et le prix du marché sont plus élevés que ceux anticipés. Par conséquent, les émetteurs qui perdent autant d'argent s'aperçoivent de manière simultanée qu'ils gagnent autant que ce qu'ils ont prévu. Loughran et Ritter (2002) montrent alors que les émetteurs vont additionner la perte de richesse due à la sous-évaluation avec le gain de richesse sur les actions détenues suite à la hausse du prix des titres, ce qui aboutit à une hausse nette de la richesse des actionnaires de la firme dès l'introduction en Bourse.

De manière empirique, Loughran et Ritter (2002) montrent que les émetteurs qui acceptent une sous-évaluation forte sont ceux dont le prix d'offre des titres a été révisé à la hausse en comparaison du prix d'offre anticipé au moment de la divulgation de la notice d'information. Le prix d'offre augmente en réponse à une forte demande. Au même moment, les actionnaires des entreprises en question reçoivent de bonnes informations sur la hausse de leurs gains par rapport à ceux anticipés. Le modèle des auteurs va se construire autour de la covariance des pertes de la firme avant l'introduction en Bourse et le changement non anticipé des gains des actionnaires de la firme émettrice dès l'introduction en Bourse.

3-2-3 L'hypothèse d'aversion au risque et de réputation de la banque chef de file

La sous-évaluation apparaît comme une condition exigée par les banquiers introducteurs pour s'assurer de la réussite de l'opération d'émission, à travers une demande largement supérieure à l'offre. Le choix d'une banque chef de file réputée peut, *a contrario*, réduire cette sous-évaluation en raison de sa certification de la qualité de l'opération.

Dans ce cadre, Booth et Smith (1986), Carter et Manaster (1990) et Titman et Trueman (1986) montrent que la sous-évaluation peut être réduite par la diminution de l'asymétrie d'information, à travers la sélection d'une banque chef de file ou d'un auditeur réputés. Ces intermédiaires, en acceptant le mandat d'introduction en Bourse, certifient la qualité de

l'émission. Les auteurs soulignent que, lorsque le capital réputationnel de l'intermédiaire est important, ce dernier ne pourra pas introduire en Bourse des entreprises émettrices de faible qualité. Baron (1982) montre que la sous-évaluation peut s'analyser comme une sorte de rémunération pour les intermédiaires-introducteurs qui mettent à disposition de leurs clients les informations supérieures dont ils disposent sur la demande et qui engagent des efforts marketing pour placer les titres.

Pour leur part, Nanda et Yun (1997) ont montré que la surévaluation entraîne une baisse de la valeur boursière de la banque chef de file, alors que des niveaux modérés de décote entraînent une hausse de la valeur de marché de cette dernière, dans le sens où cela indique que le chef de file peut disposer, en contrepartie, d'avantages de la part d'investisseurs à qui des titres sous-évalués ont été attribués. Dans le même esprit, Dunbar (2000) montre que les banques perdent des parts de marché futures dès lors qu'elles sous-évaluent ou surévaluent fortement.

Enfin, Beatty et Welch (1996) relèvent, en utilisant des données empiriques des années 90, que l'idée développée par Carter et Manaster (1990) et plusieurs autres auteurs selon laquelle les banques prestigieuses étaient associées à des niveaux de sous-évaluation faible est fortement remise en cause. Ils montrent que, depuis les années 70 et 80, la sous-évaluation est corrélée positivement à la qualité et au prestige de la banque chef de file. Parmi les hypothèses proposées par Loughran et Ritter (2004) figure la volonté des banques de sous-évaluer stratégiquement afin de s'enrichir ou d'enrichir les clients investisseurs. L'autre argument avancé est que les banques prestigieuses ont réduit leurs critères de sélection des mandats d'introduction en Bourse, en mettant en Bourse un profil d'entreprises émettrices plus risqué, soit un degré de sous-évaluation plus conséquent.

3-2-4 L'hypothèse d'assurance contre les poursuites et litiges éventuels

La sous-évaluation peut également être considérée comme une assurance contre les litiges sur titres. Les règles de divulgation d'informations, très strictes aux Etats-Unis (*Securities Act* de 1933 et 1934), exposent les banques et entreprises émettrices à des risques considérables de la part des investisseurs dès lors que des faits pertinents ont été omis ou non déclarés dans la notice d'information de l'opération d'introduction en Bourse. Ces textes présentent la procédure de calcul des dommages subis. Toutes les personnes qui achètent les titres après cotation peuvent recourir à la section 11 des *Securities Act* s'ils parviennent à prouver que leur achat est une résultante des informations contenues dans le

prospectus. Tinic (1988), en comparant les rentabilités initiales avant et après la mise en place du texte de 1933, montre que la sous-évaluation augmente significativement avec l'apparition de cette réglementation. La sous-évaluation intentionnelle permet d'assurer les actionnaires cédants contre les probabilités de litiges. Les procès sont très coûteux pour les suspects, mais aussi de manière indirecte, tels les dommages et les frais juridiques. Ces actions en justice causent également du tort à la réputation des banques puisqu'elles perdent la confiance de leurs investisseurs habituels. Cette théorie porte le nom d'hypothèse de poursuites judiciaires (*litigation risk hypothesis*).

Dans le même sillage, Ibbotson (1975) explique que les entreprises émettrices américaines cèdent volontairement leurs titres avec une décote initiale afin de réduire la probabilité de poursuites judiciaires de la part d'actionnaires déçus de la rentabilité post-introduction en Bourse de leurs titres. Cette relation n'est pas significative dans plusieurs pays européens. La seconde explication provient de la pratique de stabilisation des cours par la banque chef de file. Il s'agit pour cette dernière de réduire les baisses de cours dans les jours ou semaines qui suivent l'introduction en Bourse.

3-2-5 L'hypothèse de signal au marché

L'hypothèse de signal au marché a été développée à travers le modèle d'Allen et Faulhaber (1989) qui montrent que la sous-évaluation des titres est un signal adressé aux investisseurs sur la qualité de la firme. En effet, l'idée sous-jacente est que les entreprises de bonne qualité vont se distinguer des mauvaises en acceptant un coût que ces dernières ne peuvent. Ce coût est la décote initiale ou sous-évaluation des titres lors des introductions en Bourse.

Parmi les différents tests empiriques des modèles de signaux, nous distinguons celui de Jegadeesh *et al.* (1993) et celui de Michaely et Shaw (1994). Sur la base d'introductions en Bourse réalisées entre 1980 et 1986, Jegadeesh *et al.* (1993) montrent que la probabilité d'émission de titres futurs ainsi que la taille de l'augmentation du capital augmentent lorsque l'opération d'introduction en Bourse est sous-évaluée. Cependant, ils expliquent que ces relations significatives ne sont pas économiquement fortes : le quintile de sous-évaluation le plus faible présente une probabilité d'augmentation de capital de 15,6 %, en comparaison avec le quintile le plus élevé qui représente 23,9 %. Ces résultats confirment l'équilibre mélangeant : les entreprises émettrices sont variées lors de l'opération d'introduction en Bourse en étant de bonne ou mauvaise qualité, et n'émettent de nouveaux

titres que lorsque le marché connaît leurs qualités réelles. Les auteurs montrent que les rendements post-introduction en Bourse sont plus à même d'expliquer les levées de fonds futures que le degré de sous-évaluation.

Pour Michaely et Shaw (1994), il y a une relation étroite entre le montant « à laisser sur la table » lors de l'opération d'introduction en Bourse et la décision d'augmentation de capital, dans un contexte de *signaling*. Les auteurs vont utiliser la réputation de l'intermédiaire-introducteur comme proxy de sous-évaluation et les rentabilités post-introduction en Bourse comme proxy de la taille de l'opération d'émission future. Ces résultats ne confirment pas les modèles de *signaling* : il n'y a pas de relation significative entre la décision de décote et la décision d'émission de titres futurs.

3-2-6 L'hypothèse de perte de contrôle

Cette hypothèse repose sur l'idée que l'ouverture du capital d'une entreprise au public peut entraîner une perte de contrôle, d'autant plus que la sous-évaluation sera élevée. En effet, une forte décote initiale va entraîner une sursouscription des titres et donc augmenter la quantité d'investisseurs. Le risque pour le dirigeant est alors la perte de contrôle que cette situation peut provoquer. Dans ces conditions, la sous-évaluation permet de prévenir ce risque. Une forte sous-évaluation entraîne une sursouscription des titres, et donc un nombre très élevé d'investisseurs potentiels. Dès lors, l'entreprise émettrice, en concertation avec l'intermédiaire-introducteur, peut sélectionner les investisseurs n'ayant pas pour objectif la prise de contrôle. Brennan et Franks (1997) montrent que la sous-évaluation offre l'opportunité aux dirigeants de sélectionner de manière stratégique les allocations de titres lors des opérations d'émission. Dans leur modèle, ils soulignent que les demandes de titres les plus larges sont écartées en faveur des petits ordres. Ils révèlent que les parts vendues par les actionnaires initiaux sont essentiellement issues d'actionnaires non dirigeants. Les auteurs remarquent une relation significative entre les rentabilités initiales et la taille des ordres collectés.

3-3 La sous-évaluation dans les marchés boursiers mondiaux : un phénomène généralisé

Les études empiriques réalisées en Europe et en Amérique du Nord pour expliquer le phénomène de sous-évaluation sont nombreuses. Elles en arrivent aux mêmes conclusions, à savoir l'existence d'une décote initiale moyenne lors des opérations d'introduction en Bourse de 20,1 % pour les pays européens et de 15,6 % pour les pays d'Amérique du Nord.

Tableau 6 – Sous-évaluation des introductions en Bourse dans les pays d'Europe et d'Amérique du Nord

Pays	Auteurs	Echantillon	Période d'étude	Sous-évaluation moyenne	Durée de calcul
Europe					
Allemagne	Ljungqvist (1997)	189	1970-1993	9,22%	1er jour
	Schlag et Wodrich (2000)	297	1988-1914	4,80%	1er jour
	Fohlin (2000)	335	1882-1892	31,10%	1er jour
	Schuster (2003)	219	1988-1998	25,66%	1er jour
	Hunger (2003)	435	1997-2002	42,34%	1er jour
Autriche	Aussenegg, Wolfgang (1997)	67	1984-1996	6,50%	1er jour
Australie	Lee, Taylor et Walter (1996)	266	1976-1989	11,86%	1er jour
Belgique	Deloof <i>et al.</i> (2002)	33	1993-2000	18,90%	1er mois
Danemark	Jacobsen <i>et al.</i> (2001)	117	1984-1998	5,40%	1er jour
Espagne	Alvares et Gonzales (2005)	56	1987-1997	12,29%	1er jour
Finlande	Keloharju (1993)	80	1984-1989	8,70%	1er jour
France	Degeorge et Derrien (2001b)	243	1991-1998	17,50%	10e jour
	Faugeron-Crouzet et Ginglinger (2002)	292	1983-1994	18,67%	Cours d'équilibre
	Derrien et Womack (2003)	264	1992-1998	13,23%	1er jour
	Ljungqvist et Wilhelm (2002)	516	1990-2000	16,50%	5e jour
	Chahine (2004b)	172	1996-2000	22,76%	1er jour
Grèce	Nounis (2003)	254	1994-2002	41,09%	1er jour
	Gounopoulos (2003)	225	1990-2001	46,13%	1er jour
	Kazantzis and Thomas (1995)	129	1987-1994	51,70%	1er jour
Italie	Arosio <i>et al.</i> (2000)	164	1985-2000	23,94%	1er jour
	Cassia <i>et al.</i> (2004)	182	1985-2001	21,87%	1er jour
	Lorenzo et Fabrizio (2001)	77	1988-1998	11,10%	1er jour
Pays-Bas	Van Frederikslust et Van der Geest (2001)	106	1985-1998	16,00%	1er jour
	Rosenboom et Van der Goot (2005)	118	1984-2000	11,03%	1er jour
	Doeswijk <i>et al.</i> (2005)	154	1977-2001	14,90%	1er jour
Pologne	Aussenegg (2000)	107	1991-1999	25,27%	1er jour
	Jelic et Briston (2003)	92	1991-1999	28,83%	1er jour
Portugal	Duque et Almeida (2000)	10	1992-1998	16,95%	1er jour
	Maria Rosa Borges (2007)	43	1988-2004	11,10%	1er jour
Royaume-Uni	Brennan et Franks (1997)	64	1986-1989	9,5%	1er jour
	Levis (1993)	712	1980-1988	14,3%	1er jour
	Hadass <i>et al.</i> (2005)	569	1985-2000	10,8%	1er jour
	Coakley <i>et al.</i> (2006)	591	1985-2003	10,5%	1er jour
	Chambers et Dimson (2009)	2 553	1917-1986	11,1%	1er jour
Suède	Louggran <i>et al.</i> (1994)	162	1980-1990	38,2%	1er jour
	Rydqvist (1997)	251	1980-1994	24,50%	1er jour
	Schuster (2003)	148	1988-1998	18,50%	1er jour
Suisse	Kunz and Aggarwal (1994)	42	1983-1989	35,8%	1er jour
	Drobtetz <i>et al.</i> (2003)	120	1983-2000	34,9%	1er jour
	Schuster (2003)	43	1988-1998	9,7%	1er jour
Moyenne		262		20,1%	
Amérique du Nord					
Canada	Jog (1997)	383	1971-1994	8,4%	1er jour
	Suret, Cormier et Lemay (1990)	86	1979-1985	12,0%	1er jour
	Kooli et Suret (2001)	971	1991-1998	20,6%	1er jour
Etats-Unis	Loughran et Ritter (2004)	6 391	1980-2003	18,70%	1er jour
	Ibbotson, Sindelar et Ritter (1994)	14 840	1960-2001	18,40%	1er jour
Moyenne		4 534		15,6%	

Source : Articles publiés par les auteurs, Ritter (2003)

Le marché européen des introductions en Bourse a connu durant les deux dernières décennies un fort développement marqué par la surperformance des introductions en Bourse des nouvelles économies. Ainsi, la bulle Internet observée à la fin des années 90 a entraîné une vague d'introductions en Bourse, provoquant de ce fait l'apparition d'un cycle haussier ou *hot IPO market* durant la période 1998-2000. A titre d'exemple, en Allemagne, plus de 150 introductions en Bourse ont été réalisées durant cette période contre une moyenne de 19 opérations par an sur la période 1961-1982.

Il faut dire que le nombre élevé d'opérations d'émission s'explique également par la création de nouveaux marchés dans la plupart des pays européens, tels le Nouveau Marché en France ou le *Neuer Market* en Allemagne, avec pour principaux objectifs l'allègement des critères d'accès aux marchés financiers pour les entreprises ainsi que la démocratisation de la Bourse. Ainsi, sur la période 1998-2000, le volume d'émission sur les marchés boursiers européens a largement dépassé celui observé sur les marchés américains.

La création de ces nouveaux marchés en Europe intervient au moment où il est constaté, à la fin des années 90, que les entreprises européennes qui s'introduisent en Bourse sont plus âgées que celles qui réalisent ces opérations aux Etats-Unis. En effet, alors que l'âge médian aux Etats-Unis est de sept ans sur la période 1980-2000 (Loughran et Ritter, 2004), il s'établit à vingt-huit ans en Europe sur la période 1984-1995 (Vandemaele, 2003).

Sur le volet de l'allocation des titres, les mécanismes de placement diffèrent selon les marchés d'émission, avec la domination croissante du placement garanti²² (*bookbuilding*) dans la plupart des pays européens, en lieu et place de la procédure d'offre à prix ferme²³ (*fixed price*). A titre d'exemple, en France, nous distinguons également l'offre à prix minimal (*auction*)²⁴. En Allemagne, la fourchette de prix est déterminée après que la procédure de placement a débuté. Une fois cette fourchette de prix fixée, le prix de cotation n'excède jamais le prix maximum. Aux Etats-Unis, le placement garanti commence généralement par la fixation de la fourchette de prix et par la réalisation d'une tournée

²² Le placement garanti appelé également « placement global » est un mode d'introduction en Bourse où la banque chef de file organise le marketing et la vente des titres auprès des investisseurs institutionnels grâce à la technique du *bookbuilding*. Le prix fixé à l'issue de la constitution du livre d'ordres sert de référence pour la fixation du prix de l'offre à prix ouvert (pour plus de détails, voir annexe 1-1).

²³ L'offre à prix ferme ou procédure de cotation directe consiste à mettre à la disposition du public une quantité de titres à un prix fixe prédéterminé (pour plus de détails, voir annexe 1-1).

²⁴ L'offre à prix minimal consiste à mettre à la disposition du public une quantité de titres à un prix en dessous duquel les actions ne sont pas vendues (pour plus de détails, voir annexe 1-1).

auprès des investisseurs (*road show*²⁵). A la veille de la cotation des titres, le prix d'offre peut être fixé 20 % au-dessus ou en dessous de la dernière fourchette de prix. En effet, s'il est observé une forte ou faible demande, la fourchette de prix peut être révisée à la suite du *road show*, en accord avec l'autorité de régulation.

Il apparaît dans le tableau 6 que les marchés boursiers mondiaux connaissent des niveaux de sous-évaluations très variés, eu égard aux différentes périodes d'étude, aux spécificités des marchés boursiers européens (économies matures, nouvelles économies) et aux réglementations nationales. Cependant, les auteurs de ces travaux empiriques s'accordent à dire que la sous-évaluation, lors des premiers jours de cotation, s'explique principalement par l'asymétrie d'information observée entre les différentes parties prenantes d'une opération d'émission.

Sachant que la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni constituent les principaux marchés boursiers européens en termes de volume d'opérations d'émission, nous présentons au niveau des annexes 1-1, 1-2 et 1-3 les différents compartiments boursiers ainsi que les procédures de cotation et de fixation de prix dans ces trois pays.

²⁵ Le *road show* est la période de la campagne marketing durant laquelle l'émetteur est mobilisé pour des réunions intensives avec des investisseurs sur la plupart des places financières du monde. Il communique principalement sur ses résultats, ses marchés, sa stratégie et répond aux questions des investisseurs. Il s'agit également de présenter les caractéristiques de l'opération financière en cours.

Conclusion de la section I

L'introduction en Bourse est une étape importante dans la vie de toute entreprise désireuse de lever des capitaux sur les marchés financiers. La réussite de cette opération est un gage de succès des émissions futures que pourra réaliser l'entreprise sur le marché secondaire. Nous montrons que l'introduction en Bourse présente de nombreux avantages, dont les principaux sont l'accès à de nouvelles sources de financement, la mobilité du capital ainsi que l'amélioration de la réputation de l'entreprise émettrice. A l'inverse, ce type d'opération présente plusieurs inconvénients, à savoir la divulgation d'informations financières, la perte de contrôle ainsi que les coûts d'introduction en Bourse. Ces derniers interviennent à toutes les phases de l'introduction en Bourse et handicapent fortement les petites et moyennes entreprises pour réaliser des opérations d'émission.

L'entreprise qui désire s'introduire en Bourse fait face à plusieurs asymétries d'information en raison des conflits existant entre les trois intervenants dans ce type d'opération, à savoir l'intermédiaire-introducteur, l'investisseur et l'entreprise émettrice. Ces différents conflits sont à l'origine de certaines inefficiences, principalement le phénomène d'introduction en Bourse par vagues, la sous-évaluation des actions à l'émission ainsi que la sous-performance des titres à moyen et long terme. Nous avons présenté les différents types d'asymétrie d'information et nous nous sommes attachés à développer les modèles fondateurs à l'origine des premières explications du mécanisme de sous-évaluation des titres lors d'une opération d'introduction en Bourse.

Le modèle de Baron (1982) explique la décote initiale par la supériorité des informations détenues par l'intermédiaire-introducteur par rapport à l'entreprise émettrice. En effet, l'émetteur, n'ayant pas d'information privée de qualité sur le marché financier et ne pouvant pas observer l'effort de placement des titres de son banquier, est obligé de trouver une fonction de compensation afin d'inciter ce dernier à utiliser ses connaissances privilégiées pour réaliser la distribution optimale des titres. Pour sa part, le modèle de Rock (1986) explique le phénomène de sous-évaluation par l'existence de deux types d'investisseurs, à savoir les informés qui disposent d'informations privées supérieures et les non informés. L'auteur démontre que la décote initiale est appréhendée comme une prime d'émission consentie aux investisseurs non informés pour contrebalancer les asymétries d'information qu'ils subissent. Enfin, Allen et Faulhaber (1989) vont expliquer la sous-évaluation par l'asymétrie entre l'émetteur et les investisseurs. Un modèle de signal est développé par les auteurs pour expliquer la sous-évaluation lors de l'introduction en

Bourse. En effet, l'entreprise de bonne qualité va se signaler de diverses manières pour informer l'investisseur potentiel de sa qualité et de son niveau de risque. La crédibilité de ce signal va permettre de réduire cette asymétrie d'information.

Au-delà des modèles d'asymétrie d'information, nous avons montré que plusieurs autres hypothèses ont été développées par les chercheurs pour expliquer la sous-évaluation lors des introductions en Bourse, à savoir l'hypothèse de maximisation de la richesse des actionnaires sur le marché secondaire, l'hypothèse d'aversion au risque et de réputation de l'intermédiaire-introducteur, ainsi que l'hypothèse de signal sur le marché et de perte de contrôle.

Enfin, nous avons analysé le phénomène de sous-évaluation sur les marchés boursiers mondiaux. Nous observons à travers les différentes études empiriques réalisées que la décote initiale moyenne en Europe s'établit à 20,1 % contre 15,6 % pour les pays d'Amérique du Nord. Si cette décote est variable d'un pays à l'autre compte tenu des spécificités des marchés boursiers locaux et des réglementations nationales, les travaux réalisés pour étudier la sous-évaluation en Europe et en Amérique du Nord montrent que la décote initiale trouve son origine principalement dans l'asymétrie d'information observée entre les différentes parties prenantes de l'opération d'émission.

Section II - Banque chef de file et syndication bancaire

Nous avons vu dans la première section que l'entreprise émettrice fait face à différents types d'asymétries d'information, l'obligeant à recourir aux services des intermédiaires financiers. Dès lors, la sélection d'une banque chef de file et celle d'un syndicat bancaire sont primordiales afin d'assurer le succès d'une opération d'introduction en Bourse. Véritable garde-fou à l'égard des marchés financiers et de leur complexité, la banque chef de file utilise son expertise et ses compétences afin de réaliser l'opération qui lui a été confiée par l'entreprise. Toutefois, une introduction en Bourse est une opération qui ne s'improvise pas. Il s'agit avant tout d'une épreuve dans laquelle la banque chef de file, disposant d'un champ d'action très large, doit respecter ses engagements vis-à-vis de l'émetteur. Dans ce contexte, nous présentons les différentes fonctions et responsabilités de la banque chef de file lors d'une introduction en Bourse. Nous verrons également si la responsabilité de la banque dans les mandats d'introduction en Bourse est uniforme à l'échelle internationale.

Par ailleurs, les entreprises qui décident de s'introduire en Bourse n'ont pas toutes la même connaissance des marchés financiers ni les mêmes relations avec leurs banquiers historiques. Pourtant, la majorité d'entre elles va s'attacher les services d'une banque d'investissement afin de mener à bien l'opération de cotation. Toutefois, le rôle attribué à cette dernière sera différent selon les exigences de l'émetteur. Si la majorité des banques chefs de file va organiser l'opération dans sa globalité, d'autres auront une action plutôt limitée. Nous verrons ainsi les différents rôles de la banque chef de file dans une introduction en Bourse, en insistant sur sa fonction de certification. En effet, les actionnaires ont tendance à survaloriser leur entreprise lorsque les conditions de marché sont favorables et la sélection d'une banque chef de file permet d'atténuer ces comportements déviants. Nous présentons également les différents critères sur lesquels une entreprise émettrice va se baser pour sélectionner la banque chef de file. Nous verrons si le seul critère relationnel est suffisant ou si le classement dans les *league tables* est tout aussi important. Nous abordons également la problématique de la sélection émetteur/banque chef de file afin de comprendre si le choix de ces intervenants est unilatéral ou mutuel.

La taille des capitaux levés par une entreprise émettrice constitue un facteur essentiel dans la constitution d'un syndicat bancaire. En effet, les entreprises de taille importante ont besoin de levées de fonds conséquentes, qui ne peuvent être supportées par une seule banque chef de file. Ainsi, la constitution d'un syndicat bancaire revêt une grande

importance tant pour l'émetteur que pour le chef de file. Si, pour le premier, un syndicat composé de plusieurs banques permet d'assurer le placement des titres, pour le second, la capacité de placement ainsi que le partage du risque nous semblent être des éléments déterminants. Dans ce contexte, nous présentons les différentes raisons et les facteurs déterminants dans la constitution d'un syndicat bancaire.

Enfin, nous nous focalisons sur le phénomène de réputation de la banque chef de file. Les recherches empiriques sur le sujet, majoritairement anglo-saxonnes, ont montré que la réputation de l'intermédiaire financier est un critère de sélection utilisé par l'émetteur lors de la composition de son syndicat bancaire. Ainsi, nous définissons cette notion de réputation et exposons les différentes mesures utilisées dans la littérature financière. Si les classements des banques publiés dans les revues financières internationales servent communément d'outils de mesure de la réputation pour les émetteurs, nous verrons qu'il existe des mesures plus évoluées. Enfin, nous présentons en dernière partie la littérature financière se rapportant à l'étude de la relation entre la réputation de la banque chef de file et les différentes anomalies des marchés boursiers. Nous verrons si la réputation du chef de file permet de réduire les phénomènes de sous-évaluation initiale et de sous-performance à long terme. Nous nous focalisons également sur la relation entre la réputation de la banque chef de file et le coût de l'opération, particulièrement la rémunération exigée par cette dernière.

1- Les fonctions et responsabilités de la banque chef de file

L'intermédiaire-introducteur ou banque chef de file est un acteur de taille dans la réussite d'une introduction en Bourse. Ses responsabilités sont fortement engagées lorsqu'il met son nom dans la notice d'information. Son rôle de certification de la valeur de l'entreprise et son rôle d'animation du titre après cotation constituent de véritables garde-fous à l'égard des investisseurs.

L'intermédiaire-introducteur joue un rôle prépondérant dans l'opération d'introduction en Bourse puisqu'il va mettre au service de la firme qui désire s'introduire en Bourse ses compétences en ingénierie financière et va être le coordinateur entre les différents conseils spécialisés, en l'occurrence les avocats, les commissaires aux comptes et l'agence de communication financière. Pour qu'un intermédiaire-introducteur prenne en charge la

préparation et la mise en œuvre de l'opération, il lui faut disposer d'un mandat général d'introduction.

Le mandat général d'introduction est la convention de base qui définit le rôle de chacun des intervenants lors d'une opération d'introduction en Bourse. L'entreprise émettrice va attribuer un mandat de droit commun au banquier introducteur, qui sera par la suite appelé à devenir chef de file du syndicat de placement ayant pour objet la préparation et la réalisation de l'introduction en Bourse. L'émetteur s'engage pour sa part à payer à cette banque une commission d'ingénierie financière et à demander aux autorités boursières l'admission sur le marché, conditionnée par le respect de la réglementation en vigueur.

La banque introductrice va fixer le calendrier de l'opération en fonction des conditions de marché, de l'agenda des autorités boursières et du temps nécessaire à la préparation de la société. Elle établira le prospectus d'information officiel et préparera la documentation financière en collaboration avec les sociétés de Bourse. Son rôle est avant tout un rôle de coordination entre les différents conseils de l'entreprise ; elle agit à la façon d'un « chef d'orchestre ».

La banque chef de file a un rôle de certification²⁶. Aucun investisseur ne peut avoir confiance dans un prix d'offre fixé par l'entreprise émettrice elle-même. En effet, ses dirigeants ont tendance à vouloir en exagérer la valeur s'ils se concentrent sur le gain à court terme procuré par la vente de leurs titres. En revanche, la banque cherche à développer son activité et risque de perdre sa réputation²⁷ si elle se trompe fréquemment sur le prix des titres qu'elle émet. Si elle sous-évalue, les entreprises ne la choisissent plus comme conseil, si elle surévalue, les investisseurs se détournent des émissions futures qu'elle conduit. Théoriquement, la réputation agit comme un mécanisme permettant de prévenir des déviations trop importantes.

En dehors de son activité de conseil, la banque peut assurer l'animation du titre après l'introduction en bourse. Cette activité tend à protéger les investisseurs et à rendre l'offre plus attractive. Elle peut être aussi critiquée dans le sens où certains l'assimilent à de la « manipulation des cours ». Le rôle des analystes est également ambigu puisqu'un certain nombre de recherches montrent qu'ils formulent en moyenne les prévisions les plus optimistes et les plus erronées sur les titres nouvellement introduits.

²⁶ La fonction de certification consiste pour la banque chef de file à certifier que le prix d'émission proposé correspond à la valeur réelle de l'entreprise désireuse de s'introduire en Bourse.

²⁷ La notion de réputation du chef de file est définie et détaillée dans la partie 3 de cette section.

1-1 Les responsabilités du banquier chef de file

Les intermédiaires financiers, à l'occasion de l'introduction de sociétés en Bourse, doivent respecter trois formalités dans le cadre de l'application des règles de bonne conduite édictées par l'Autorité des marchés financiers. En premier lieu, il s'agit de respecter l'obligation d'information précontractuelle : l'intermédiaire-introducteur doit s'assurer que les dirigeants de la société émettrice ont reçu, avant la signature du contrat, toute l'information nécessaire sur le déroulement de l'opération d'introduction en Bourse ainsi que sur les obligations légales et réglementaires et a un devoir d'information de ces dirigeants sur tout fait susceptible de perturber le niveau des cours. En second lieu, l'intermédiaire-introducteur se doit de respecter un délai de trois mois entre la date de signature du contrat et la date d'introduction en Bourse afin de permettre aux dirigeants de se préparer à la cotation de leur entreprise. Enfin, la forme du mandat d'émission relève également des responsabilités de la banque chef de file. En effet, cette dernière est obligée de rédiger une convention entre l'émetteur et l'intermédiaire financier définissant la nature et le coût des prestations proposées, à savoir la préparation de l'introduction, sa réalisation et le suivi du titre une fois la société introduite. Cette convention doit aussi préciser les tâches incombant à l'émetteur.

La banque chef de file va orienter la firme émettrice dans le choix du marché de cotation et dans celui de la procédure d'introduction en Bourse mais également dans la détermination du prix de l'offre. Le choix du marché de cotation va dépendre des caractéristiques des entreprises émettrices et des options de cotation choisies par l'émetteur et sa banque chef de file, à savoir un placement national ou international et l'émission d'une ou plusieurs tranches. En parallèle, la banque chef de file va orienter l'émetteur dans le choix de la procédure d'introduction en Bourse²⁸. Ceci va permettre d'assurer la diffusion des titres dans le public et d'aboutir à la première cotation.

Enfin, la banque chef de file va déterminer le prix d'offre. Ainsi cette dernière, pour évaluer l'émetteur, doit exercer ses activités avec diligence²⁹, loyauté, équité, dans le respect de la primauté des intérêts des clients et de l'intégrité du marché. La réussite de l'opération d'introduction en Bourse et le parcours boursier de l'émetteur sont liés à la

²⁸ Les procédures d'introduction en Bourse des trois principaux marchés boursiers européens (France, Allemagne et Grande-Bretagne) sont présentées en annexes 1.1, 1.2, 1.3.

²⁹ La diffusion de l'information est un paramètre essentiel et nécessaire à la bonne réussite d'une opération d'émission. Ainsi, afin d'atteindre cet objectif, une série d'entretiens préalables entre les dirigeants de l'entreprise, la banque et les avocats en charge de l'opération est organisée, afin de vérifier la cohérence de ces informations. Cette série d'entretiens constitue ce que l'on appelle en français la *due diligence*.

qualité des travaux d'analyse financière diligentés par la banque ainsi qu'à la compétence de son personnel. La plupart des investisseurs jugent l'efficacité de la banque d'investissement à travers la qualité de ses analystes et de leur niveau de spécialisation sur les différents secteurs d'activité.

Suite à ces démarches, la nature du mandat général d'introduction, véritable contrat de représentation, va permettre à la banque chef de file de présenter le dossier aux autorités de marché pour le compte de son client. Ce dossier d'instruction, appelé communément prospectus³⁰, comporte toutes les informations nécessaires aux investisseurs mais aussi aux autorités de marché, à savoir le patrimoine de l'entreprise, sa situation financière, ses résultats et ses perspectives d'activité. Les projets de prospectus sont différents d'un pays à un autre, compte tenu des formalités et des délais imposés par les autorités de marché de ces pays.

La responsabilité de la banque chef de file est souvent engagée puisque le prospectus est toujours signé par cette dernière. La banque, après avoir donné une présentation des diligences, fournit une attestation de sincérité. Cette attestation est également remise par l'entreprise émettrice, ses dirigeants, les commissaires aux comptes et les cabinets d'avocat, particulièrement dans les pays anglo-saxons. Mais au final, la banque chef de file se retrouve souvent en première ligne.

La qualité de l'information diffusée sur un marché financier, notamment lors des opérations financières, est importante pour son bon fonctionnement. L'évolution des marchés financiers marquée par la multiplication, au côté de l'émetteur, de différents acteurs et la recrudescence des scandales financiers obligent les autorités de régulation à se poser des questions sur le rôle et les responsabilités de ces acteurs. L'Autorité des marchés financiers, avec la concertation des professionnels de la place, a mené une réflexion sur ce sujet qui a abouti, entre autres, à l'affirmation dans la réglementation française d'un principe de responsabilité des prestataires de services d'investissement participant à une opération financière.

Au niveau international, la responsabilité du banquier chef de file dans les mandats d'introduction en Bourse est-elle uniforme ?

³⁰ Lors d'un placement de titres, l'entreprise émettrice et les banques en charge du placement doivent diffuser une documentation écrite officielle qui prend la forme d'un prospectus donnant la description de l'entreprise (document de référence ou document de base) et une note d'opération (cf. modèle de première page de prospectus en annexe 1.4).

En Europe, la directive n° 2001/34 prévoit la responsabilité de l'émetteur sur l'intégralité du prospectus et celle des commissaires aux comptes sur la revue des comptes annuels. La directive ne mentionne pas, en revanche, les intermédiaires financiers parmi les personnes directement responsables ou signataires d'un prospectus. Pourtant, de nombreux Etats européens ont opté pour des systèmes plus complexes de responsabilité.

Aux Pays-Bas, si l'émetteur est responsable de l'ensemble du prospectus, un intermédiaire financier appelé *listing agent* certifie le caractère complet et exact du contenu du prospectus. Il doit accomplir un certain nombre de diligences, dont les standards sont déterminés par Euronext Amsterdam. Les intermédiaires financiers sont responsables pour toutes les opérations d'introduction en Bourse ainsi que pour les opérations ultérieures auxquelles ils participent. En outre, la banque chef de file doit, pendant une période de trois ans à compter de l'introduction en Bourse, assister l'émetteur en matière d'information du marché, notamment par l'établissement du prospectus.

En Grande-Bretagne, les émetteurs ont l'obligation de recourir à un intermédiaire appelé *sponsor* (prestataire de services d'investissement ou conseiller financier) et les émetteurs publics à un *listing agent*. Le *sponsor* comme le *listing agent* engagent leur responsabilité vis-à-vis de la Financial Services Authority (FSA) et non du public. Ils doivent s'assurer que l'émetteur satisfait à toutes les règles relatives à la cotation, que le prospectus est complet et exact et que toutes les informations utiles pour la FSA sont bien incluses dans le prospectus ou ont été mises à sa disposition par écrit. La responsabilité de l'intermédiaire financier, que ce soit le *sponsor* ou le *listing agent*, porte sur le contenu de l'ensemble du prospectus, y compris sur les domaines pour lesquels l'intermédiaire financier n'a pas de moyen direct de vérification. Si le *sponsor* ne satisfait pas à ces obligations, la FSA peut prendre des sanctions, à savoir un blâme ou une révocation de la liste des *sponsors* agréés par la FSA, qui, si elles sont prises, peuvent être publiées.

Dans d'autres pays comme le Portugal, la Finlande et l'Allemagne, les intermédiaires financiers sont responsables de l'ensemble de l'information contenue dans le prospectus, même si les autorités de régulation n'ont pas mis en place de standards de diligence et qu'il s'agit parfois d'engagements pris à l'égard de l'entreprise de marché et non du régulateur.

Aux Etats-Unis, la *Securities Act* responsabilise fortement les *underwriters* en cas d'inexactitude ou d'omission d'une information significative. Une action en justice peut être intentée sur cette base par tout investisseur et dirigée contre l'émetteur, les auditeurs et tous les autres experts mentionnés dans le prospectus, dont l'intermédiaire financier. Le moyen de défense utilisé par les acteurs responsables, à l'exception de l'émetteur, consiste

à démontrer qu'ils ont procédé à des investigations raisonnables ne leur permettant pas de penser que le prospectus contenait une omission ou une inexactitude significative. Le concept de *due diligence* est né à partir de ce constat, et désigne l'ensemble du processus qui permet à l'intermédiaire financier d'aboutir à un niveau de « confort » suffisamment élevé pour décider de donner suite à une opération qui engagerait sa crédibilité et sa réputation.

En France, les autorités de régulation se sont inspirées du contenu et du fondement des réglementations étrangères en la matière, en particulier britanniques et américaines, sans pour autant insister sur une présomption de responsabilité de nature législative, ou encore sur un système de suivi obligeant l'intermédiaire financier à suivre l'émetteur pendant trois ans à compter de son introduction en Bourse.

Du fait d'une nouvelle réforme entrée en vigueur en 2002 après une vaste réflexion avec les professionnels de la place, tout prestataire de services d'investissement participant à une opération financière portant sur des titres de capital doit effectuer des diligences qui se traduiront par la remise à la commission, avant la délivrance du visa, d'une attestation. Celle-ci est généralement délivrée par la banque chef de file dans le cadre d'un placement par un syndicat bancaire.

Ainsi, si le régulateur a repris de la pratique anglo-saxonne le principe de l'exercice de diligences d'un niveau élevé par les intermédiaires financiers, il leur permet toutefois de bénéficier d'une présomption d'accomplissement de ces diligences dès lors que leur attestation renvoie au code professionnel de la Fédération bancaire française (FBF) et de l'Association française des entreprises d'investissement (AFEI). En termes de méthode, la collecte d'informations et la revue de documents par le chef de file doivent lui permettre de procéder à un examen de cohérence de toutes ces informations, aussi bien entre elles que par rapport à celles qui auraient été rendues publiques par l'émetteur ou un tiers.

Ces diligences doivent conduire la banque chef de file à s'assurer que tous les éléments d'information requis par la réglementation sont correctement reflétés dans la notice d'information. Les diligences couvrent également les prévisions qui peuvent figurer dans cette notice. Le code professionnel précise que les banques chefs de file ne portent pas de jugement sur la probabilité de réalisation des prévisions fournies par l'émetteur.

Les diligences et le contenu de l'attestation varient également en fonction de la situation : lors d'une introduction en Bourse, le chef de file doit fournir une attestation portant sur l'intégralité du prospectus ; à l'issue des trois ans à compter de l'introduction en Bourse, l'attestation porte uniquement sur les modalités de l'offre.

Enfin, la banque verra sa responsabilité engagée si elle ne s'est pas assurée de la situation financière de l'entreprise émettrice. Afin de se couvrir contre ce risque, elle exige de l'émetteur et des actionnaires qu'ils prennent l'engagement de garantir le contenu des informations données au public. Ainsi, l'entreprise émettrice s'engage à certifier que l'information contenue dans les états financiers et remise à la banque chef de file est sincère et reflète fidèlement l'image de la société ; à communiquer tout élément pouvant avoir un effet défavorable sur sa situation juridique et économique, sur son activité et ses résultats ou sur ses perspectives financières ; à indemniser intégralement les banques et sociétés de Bourse en charge du placement en cas de préjudice.

Après avoir présenté les fonctions et les responsabilités de l'intermédiaire financier lors du mandat général d'introduction, il est nécessaire d'examiner son rôle lors des contrats de placement. Ces contrats permettent d'opérer la diffusion des titres dans le public. Ainsi, la banque qui reçoit le mandat général d'introduction sera le chef de file du syndicat bancaire chargé de placer les titres dans le public.

1-2 Le rôle de la banque chef de file

La banque chef de file³¹ est la véritable organisatrice de l'opération d'introduction en Bourse. Elle est secondée par un ou plusieurs co-chefs de file désignés par l'émetteur ou généralement par la banque chef de file. Lorsqu'une banque ne fait pas partie de la direction de l'opération, elle peut avoir des actions à placer ou assister au contrat de garantie. Dans ce cas, son rôle se borne au placement et à la sécurisation de l'opération.

La banque chef de file construit le livret d'ordres et place la plus grande partie des titres. Les banques co-chefs de file placent également une grande partie de l'offre tandis que les autres membres du syndicat en placent une partie marginale. Le chef de file détermine le barème de garantie. En tant que coordinateur global du placement, il est rémunéré avec une commission de direction correspondant à un pourcentage du montant public de l'opération, qu'il partage parfois avec les autres banques co-chefs de file.

Outre le rôle d'organisation de l'opération d'introduction en Bourse, la banque chef de file a une mission de conseil aux entreprises pour la réalisation de leur introduction en

³¹ Le terme chef de file ou coordinateur global désigne la banque d'affaires chargée de l'organisation d'une opération d'émission nécessitant plusieurs établissements financiers. La banque chef de file est responsable de la préparation et de l'exécution de l'opération d'émission. Elle participe au choix du syndicat. L'un des chefs de file tient le rôle de teneur de livres. Il participe également au choix des investisseurs lors de l'allocation des titres.

Bourse. Cette mission de consulting consiste dans le montage de l'opération avec la fixation du calendrier, du prix d'offre et du nombre d'actions à placer.

Le chef de file aide également l'entreprise dans la constitution du syndicat bancaire : il lui recommande les banques à retenir pour le placement des actions en fonction de différents critères. Les chefs de file ont tendance à inclure dans le syndicat des banques avec lesquelles ils ont eu des relations de travail ou des relations commerciales afin de réduire les conflits d'agences intra-syndicats.

Sachant que ce type d'opération touche des clientèles différentes allant du particulier à l'institutionnel, les banques chefs de file, dans un souci de production d'informations, vont choisir pour faire partie du syndicat des banques qui ciblent des clientèles différentes afin de toucher le maximum de public.

Le rôle de la banque à l'intérieur du syndicat bancaire ainsi que la part des actions attribuées ont un impact sur les commissions à percevoir. Chen et Ritter (2000) fournissent un exemple de distribution des commissions à l'intérieur d'un syndicat d'introduction en Bourse. Le *spread* de 7 % du total de l'offre comprend les commissions de direction partagées entre le chef de file et les co-chefs de file, les commissions de garantie et les commissions sur vente partagées entre les membres du syndicat en fonction de la part d'actions attribuées et vendues.

1-2-1 Critères de sélection de la banque chef de file

L'entreprise émettrice s'adresse selon le cas à une ou plusieurs banques qu'elle pressent apte à réaliser une opération d'introduction en Bourse. Les raisons de son choix sont diverses et varient en fonction des circonstances. Les critères analysés ci-après ne sont évidemment pas cumulativement requis, mais il est certain que la réunion de deux au moins de ces facteurs dans une même banque lui donne des chances d'être désignée banque chef de file.

- *Le critère relationnel* : l'entreprise émettrice peut s'adresser à une banque donnée en raison de l'ancienneté de ses relations d'affaires avec elle ou de ses relations personnelles avec ses dirigeants. S'adresser à une banque afin de lui proposer d'être le chef de file de son syndicat bancaire est fréquemment une façon pour l'émetteur de la remercier.

- *Le critère de compétence* : l'appréciation d'une banque par l'émetteur n'est pas suffisante pour lui attribuer le rôle de banquier chef de file. En effet, la mission confiée

n'est pas des plus aisées : négocier avec les banques et l'émetteur sur la fixation du prix d'offre, sur la date d'introduction en Bourse, élaborer le contrat de placement et démarcher les investisseurs. Dans ce contexte, il est nécessaire que la banque ait une certaine expérience acquise au fur et à mesure des introductions en Bourse effectuées, et que sa compétence et sa réputation soient reconnues sur le marché des émissions. La banque chef de file doit inspirer confiance, non seulement à l'emprunteur qui la choisit, mais également aux autres banques invitées à participer au syndicat qu'elle est chargée de constituer.

La banque chef de file doit être dotée d'un réseau de vente particulièrement bien introduit auprès des investisseurs institutionnels. C'est la force de vente qui alimente la commission de placement que percevra l'entreprise. Pour que l'opération soit réussie, il faut que la banque soit capable de placer l'intégralité des titres dans le réseau commercial. C'est la raison pour laquelle la banque chef de file fera appel à d'autres établissements bancaires lorsque sa capacité à placer les titres risque de s'avérer insuffisante. La force de vente nécessite une excellente connaissance des investisseurs internationaux et une bonne expérience des opérations de placement ou de reclassement de titres.

- *Le critère de la surface financière* : la banque chef de file doit avoir la capacité de garantir le placement, ce qui nécessite une surface financière suffisante. Une banque dotée d'une forte capacité de placement mais disposant de fonds propres insuffisants pour la couverture de l'opération devra s'associer à d'autres banques disposant d'une surface financière plus importante et constituer un syndicat financier de garantie. La création d'une syndication permet de lever des fonds importants et de partager le risque de non-souscription au terme de la période fixée.

Il est important de noter que la banque chef de file n'est pas seulement la banque qui organise le syndicat bancaire et élabore le contrat mais est également, en général, la banque qui a la plus grande part de titres à émettre. Ainsi, il est primordial que la banque choisie dispose d'une surface financière lui permettant de faire face au risque de non-placement des titres.

1-2-2 Le choix de la banque chef de file dans la littérature financière

Lorsqu'une entreprise décide d'émettre des actions, elle doit prendre une décision importante concernant le choix de la banque chef de file qui réalisera cette émission. Au même moment, les intermédiaires-introducteurs doivent décider quels émetteurs ils vont servir. Fernando, Gatchev et Spindt (2005) développent une théorie qui explique cet équilibre entre émetteurs et introducteurs à travers le test d'implications empiriques.

Le constat des auteurs est que les émetteurs et les introducteurs se choisissent mutuellement. Cette approche est nouvelle dans la littérature, sachant que les différents travaux existants ont beaucoup insisté sur le choix de l'introducteur par l'émetteur (Titman et Trueman, 1986 ; Habib et Ljungqvist, 2001 ; Benveniste, Wilhelm, Ljungqvist et Yu, 2003) ou le choix de l'émetteur par l'introducteur (Chemmanur et Fulghieri, 1994).

Ces deux approches traduisent implicitement le choix des émetteurs et des introducteurs dans une vision unilatérale où un agent économique, dans ce cas l'émetteur ou l'introducteur, choisit parmi une série de plusieurs associés un introducteur ou un émetteur pour lesquels les critères sont prédéterminés.

Le choix mutuel, plutôt qu'une sélection unilatérale, reflète mieux l'association entre des émetteurs et des introducteurs en rendant compte exactement de la situation actuelle des introductions en Bourse. Les contrats d'introduction se fondent sur des accords mutuels : dans les différentes réunions qui conduisent à la rédaction des contrats, les émetteurs tiennent compte de la capacité des banques candidates à certifier, promouvoir, placer et soutenir l'émission tandis que les intermédiaires-introducteurs tiennent compte des caractéristiques des émetteurs à travers la taille de l'émission, la probabilité de réussite de l'offre et les chances de réalisation d'opérations futures. Ainsi, les contrats d'introduction sont établis entre des émetteurs et des introducteurs qui se sont mis d'accord sur le fait que leurs intérêts coïncident.

Le modèle développé par Fernando *et al.* (2005) suppose que la relation émetteur et introducteur est une relation transactionnelle plutôt que relationnelle : si un émetteur désire réaliser une augmentation de capital et qu'il n'a pas été convaincu des prestations de son banquier introducteur, alors il n'hésitera pas à en changer.

Fernando *et al.* (2005) testent plusieurs hypothèses sur 5 764 introductions en Bourse. La mesure de réputation de l'introducteur utilisée est celle de Megginson et Weiss

(1991)³² ; des résultats similaires ont été trouvés avec les mesures de Carter et Manaster (1990) et Carter, Dark et Singh (1998). Puisque la notion de « qualité de l'émetteur » est multidimensionnelle, les auteurs testent une multitude de variables et remarquent que : (1) les émetteurs de bonne qualité s'associent avec les introducteurs les plus réputés, et effectuent des émissions dans les cinq années qui suivent leur introduction en Bourse ; (2) il existe une relation négative entre la part de marché des introducteurs les plus réputés et le niveau d'activité sur le marché des émissions d'actions ; (3) un changement dans la réputation d'une banque entre une introduction en Bourse et une augmentation de capital est relié positivement à un changement dans la qualité de la firme entre ces deux opérations ; (4) les émetteurs en relation avec les introducteurs les plus réputés sont les plus à même d'entreprendre des émissions d'actions futures ; (5) le montant des opérations futures qu'un introducteur reçoit des entreprises introduites en Bourse par lui-même est en relation positive avec la réputation de l'introducteur.

Pour leur part, Krigman *et al.* (2001) ont réalisé une étude sur le changement de banque chef de file suite à une introduction en Bourse. Les auteurs remarquent qu'au milieu des années 90, les entreprises qui ont effectué une augmentation de capital dans les trois années qui suivent l'introduction en Bourse ont changé leur intermédiaire-introducteur. Krigman *et al.* (2001) vont chercher à comprendre ce qui incite les émetteurs à changer de banque entre ces deux opérations. Ils élaborent ainsi un questionnaire sur les critères de choix du banquier introducteur et vont l'envoyer à une série de directeurs financiers. Sur la base des 62 questionnaires retournés par des entreprises qui ont changé d'introducteur entre ces deux opérations sur la période 1993-1995, les auteurs concluent que les critères les plus importants du changement d'un introducteur sont par ordre de classement : la réputation acquise du chef de file, la qualité et la réputation de son département d'analyse et de recherche, et le type de clientèle institutionnelle de la banque.

Enfin, Brau et Fawcett (2006) montrent, sur la base de l'étude de Krigman *et al.* (2001) et à l'aide d'un échantillon plus important, soit 336 directeurs financiers d'entreprises cotées sur la période 2000-2002, que les critères de choix de la banque chef de file demeurent les mêmes que ceux relevés par Krigman *et al.* (2001) avant et après la période de bulle Internet³³. Les managers financiers des grandes entreprises pensent que l'activité

³² Les définitions des mesures de Megginson et Weiss (1991), Carter et Manaster (1990) et Carter *et al.* (1998) sont présentées dans la partie 3-2 de cette deuxième section.

³³ La bulle Internet est une bulle spéculative qui est apparue aux Etats-Unis en 1995 avec notamment l'introduction en Bourse de Yahoo et Netscape. Cette bulle a affecté « les valeurs technologiques » d'abord américaines puis européennes et a atteint son apogée en 2000. De nombreuses start-up voient le jour,

de *spinning*³⁴ est un critère important dans la sélection de l'introducteur, contrairement aux managers des petites entreprises. Les managers d'entreprise en relation avec des banques prestigieuses sélectionnent leur introducteur en fonction de sa réputation, de sa qualité, de son expertise et de sa clientèle d'investisseurs institutionnels.

La relation tripartite entre l'émetteur, la banque chef de file et le marché boursier crée des difficultés au niveau de la fixation du prix d'émission et de l'élaboration d'un contrat optimal pour l'ensemble des intervenants. En effet, lorsque la banque sécurise l'opération d'introduction en Bourse, son intérêt est d'avoir une marge de sous-évaluation suffisante pour placer les actions le plus facilement possible alors que l'intérêt de la firme est d'émettre les actions avec la plus faible sous-évaluation. Booth et Smith (1986) montrent qu'il existe des comportements opportunistes qui conduisent certaines sociétés à surévaluer leurs titres lorsque les conditions du marché sont favorables. Le nom des banques peut être utilisé pour certifier la valeur des titres émis et, *de facto*, réduire l'asymétrie d'information entre le marché financier et les dirigeants de l'entreprise.

1-3 La fonction certification de la banque chef de file

Le problème fondamental des émissions d'actions est le comportement opportuniste possible des entreprises émettrices compte tenu de leur supériorité en matière d'information privée. Ceci conduit les émetteurs à diffuser des titres surévalués lorsque les conditions de marché sont favorables. Ainsi, le recours à des intermédiaires-introducteurs permet d'atténuer cet opportunisme car ceux-ci vont certifier que le prix d'émission reflète la vraie valeur de l'entreprise.

Booth et Smith (1986) développent une théorie sur le rôle du chef de file dans la certification des opérations financières. Leur modèle présente les gains et les pertes associés aux coûts de certification d'une introduction en Bourse pour l'émetteur et la banque chef de file. Le modèle se base sur la supposition d'une asymétrie d'information entre les actionnaires, ou *insiders*, et les éventuels souscripteurs, ou *outsiders*, sur les nouvelles émissions. Booth et Smith (1986) avancent l'hypothèse qu'une banque chef de

soutenues financièrement par des capitaux-risqueurs peu regardants sur la solvabilité de ces entreprises. La bulle Internet va exploser en 2001, laissant un cortège de faillites et de sociétés surendettées. Wall Street va enregistrer le plus important recul d'un indice boursier américain majeur depuis la Grande Dépression. En trente mois, le Nasdaq va se replier de 78 %, et atteindre 1 114,11 points le 9 octobre 2002.

³⁴ L'activité de *spinning* est une pratique illégale qui consiste pour la banque introductrice à attribuer des actions sous-évaluées à des dirigeants d'entreprises dans le but d'avoir un flux d'affaires futur avec ces derniers.

file peut être employée pour certifier que le prix d'émission proposé concorde avec l'information interne de l'entreprise sur ses profits et bénéfices futurs.

Dans cette modélisation, les entreprises émettrices vont utiliser le nom des banques, à savoir leur réputation, pour certifier la valeur des titres émis et réduire l'asymétrie d'information entre le marché financier et les dirigeants de l'entreprise. Différentes hypothèses vont être testées en utilisant certaines variables telles que la décision de recourir à un intermédiaire financier ou non, le type de contrat d'introduction en Bourse utilisé, le coût de la certification. Ces hypothèses sont évaluées au regard de la littérature existante sur les introductions en Bourse, et des tests sont effectués afin d'expliquer le coût du recours à un introducteur et la relation entre le coût de l'émission et le risque.

Pour leur part, Beatty et Ritter (1986) vont mettre en relation le rôle de certification de la banque chef de file, l'incertitude sur la valeur de la firme et la sous-évaluation des titres lors de la cotation. Les auteurs, se basant sur les prédictions du modèle de Rock (1986), montrent que plus l'incertitude *ex ante* sur la valeur de l'entreprise candidate à la cotation est grande, plus la sous-évaluation est importante. Dans ces conditions, la certification du prix d'émission par la banque chef de file permet de réduire cette sous-évaluation. Toutefois, la banque chef de file va préserver son capital réputationnel pour ne pas perdre des parts de marché futures. Elle va alors certifier le prix d'émission et déterminer la sous-évaluation idéale qui répondra aux besoins des investisseurs et des émetteurs.

Dans le même sillage, Carter et Manaster (1990) vont mettre en lumière l'importance de la fonction de certification dans le choix d'une banque chef de file selon le risque associé à la valeur de la firme. Ainsi, les firmes avec un faible risque vont tenter de se révéler marché financier en se faisant certifier par une banque chef de file prestigieuse. La banque chef de file choisie va signaler aux investisseurs la valeur réelle de l'entreprise introduite car sa réputation est en jeu.

Enfin, Kumar et Tsetsekos (1993) montrent qu'il existe une structure hiérarchique entre les banques d'investissement dans les contrats d'introduction en Bourse, reflétant des niveaux différents de certification. L'analyse qui confirme l'existence de cette hiérarchie se base sur le paradigme du « capital réputationnel ». Les contrats de soumission sont catégorisés en appels d'offres³⁵ ou en contrats négociés. Dans le premier cas, l'émetteur

³⁵ La sélection du syndicat bancaire par appel d'offres consiste pour l'émetteur à choisir les banques uniquement en fonction de leurs compétences (capacité de placement, succès des opérations d'émission précédentes, etc.) et de manière transparente. Une présélection est effectuée sur la base de la compréhension du secteur de cotation par les banques candidates. La seconde étape consiste en une phase de pré-marketing où les banques sélectionnées vont à la rencontre des investisseurs et reviennent avec une proposition de

lance un appel d'offres à un certain nombre de banques d'investissement pour en sélectionner au final une seule qui va lui fournir ses services. Les mandats d'émission sont également catégorisés en mandats avec engagement de prise ferme et mandats avec « meilleurs efforts ». Dans le mandat avec engagement de prise ferme, l'intermédiaire-introducteur accepte d'acheter la totalité des titres émis à un prix spécifique pour les placer auprès d'investisseurs potentiels. Dans le mandat avec « meilleurs efforts », l'introducteur n'achète pas les titres à un prix prédéterminé mais les vend sur la base d'un *spread* convenu entre lui et l'émetteur. Dans ce type de contrat, l'entreprise émettrice est responsable des actions qui pourraient être invendues.

Kumar et Tsetsekos (1993) considèrent que les décisions prises par les deux parties sont individuelles lors de l'établissement du mandat d'émission. La banque chef de file va décider si le mandat inclut une clause d'engagement de prise ferme³⁶ ou de « meilleurs efforts³⁷ » alors que l'émetteur va choisir la nature du mandat : appel d'offres ou contrat négocié. Cet ensemble de décisions communes est observable par les investisseurs non informés, ce qui réduit l'asymétrie d'information entre l'entreprise émettrice et ces derniers. Les auteurs supposent qu'il existe une hiérarchie dans les mandats d'émission reflétant les différents niveaux de certification. Cette hiérarchie est mesurée empiriquement par les réactions du marché aux annonces de ces émissions, selon le mandat appliqué. Le mandat « engagement ferme / mandat négocié » est perçu comme ayant une qualité de certification élevée, suivi de « engagement ferme / appel d'offres », de « meilleurs efforts, mandat négocié » et de « meilleurs efforts, appel d'offres ». La conclusion la plus importante est que ces deux types de mandat avec engagement de prise ferme ont une distribution de rendements anormaux qui domine celle des mandats « meilleurs efforts ». Kumar et Tsetsekos (1993) déduisent la supériorité de ces mandats en raison de leurs effets de certification inhérents.

Après avoir déterminé le rôle et la fonction de certification de la banque chef de file, intéressons-nous maintenant à l'importance de la syndication bancaire, gage du succès de l'opération d'introduction en Bourse pour les investisseurs. En effet, une banque chef de

fourchette de prix. Enfin, les banques sélectionnées à la suite de ces deux étapes sont classées à l'intérieur du syndicat bancaire par l'entreprise émettrice.

³⁶ Le contrat de prise ferme ou *hard underwriting* consiste pour la banque chef de file à prendre elle-même les titres auxquels les investisseurs n'auront pas souscrit.

³⁷ L'obligation « meilleurs efforts » ou *best efforts* consiste pour la banque chef de file à contracter une obligation de moyens pour le placement des titres auprès du public. Cette dernière fera tout son possible pour placer les titres en fonction de l'appétit du marché (il s'agit d'une simple convention de placement ou *soft underwriting*).

file, dans la majorité des cas, va s'entourer de banques afin de s'assurer du succès de l'opération d'émission, de la diversification du risque et de l'élargissement de la base d'investisseurs. Elle effectue une sélection des banques sur la base des critères vus précédemment, même si nous remarquons ces dernières années que la constitution du syndicat bancaire se fait de plus en plus par appel d'offres. Nous présentons dans la partie suivante les raisons et modalités de constitution des syndicats bancaires ainsi que les principaux travaux empiriques qui ont traité de ce sujet.

2- Importance de la syndication bancaire

2-1 Raisons de la constitution des syndicats bancaires

Les raisons qui justifient le recours à la syndication bancaire lors des introductions en Bourse sont multiples. Elles relèvent de la nécessité de répartir les risques liés au placement des actions, de disposer d'une surface financière assez conséquente pour la levée des fonds, d'apporter une certification additionnelle à la qualité de l'émission et d'accroître la couverture par les analystes financiers.

L'idée de répartition du risque est sous-jacente à celle de syndication et profite d'abord aux banques. La répartition de l'émission et du placement des actions entre plusieurs banques réduit la marge de risque supportée par chacune d'elles en cas de non-placement des titres, cette marge étant proportionnelle à la participation de chaque banque à l'émission. Ceci permet à la banque d'investissement de participer à un grand nombre d'opérations tout en dispersant le risque sur l'ensemble des membres du syndicat. Il est assurément très prestigieux pour une banque internationale de voir son nom figurer dans le plus grand nombre de *tombstone*³⁸, et il est plus prudent pour elle de ventiler son risque, même si les commissions qu'elle perçoit pour chaque opération sont moins importantes.

En général, le syndicat bancaire va se constituer autour d'un ensemble de banques qui assurent une large couverture pour le placement des actions. Parmi celles-ci, nous pouvons distinguer des banques d'investissement concentrées sur l'activité des marchés financiers et des grandes entreprises cotées, et des banques commerciales qui ont un réseau d'agences assez développé. Lorsque l'émetteur dispose d'un actionnariat important sur des marchés

³⁸ Terme anglo-saxon désignant une publicité faite dans la presse écrite pour annoncer une introduction en Bourse et qui mentionne la liste des banques, par ordre de classement, composant le syndicat bancaire.

étrangers, nous retrouvons des banques internationales qui vont servir des titres aux actionnaires dans leur pays.

La constitution d'un syndicat bancaire trouve son origine également dans la volonté de l'émetteur d'apporter une certification additionnelle à la qualité de son entreprise. En effet, l'émetteur sera incité à associer à la banque chef de file des banques de bonne réputation afin de lui apporter une certification supplémentaire. Cette certification est importante car les membres du syndicat pourront être conjointement et solidairement responsables des dommages en cas d'informations fausses ou trompeuses publiées dans la note d'information. Ainsi, les banques membres du syndicat peuvent consulter le chef de file à tout instant pour obtenir un renseignement ou toute information concernant un événement survenu au cours de la procédure d'introduction en Bourse, de manière à ce que les rapports édités soient tous identiques.

Les entreprises émettrices vont également constituer un syndicat bancaire afin d'accroître la couverture de leurs titres par les analystes avant et après la cotation. La publication de notes de recherche, dès la fixation de la fourchette de prix, permet à l'émetteur de se faire connaître des investisseurs mais aussi de sonder le marché sur le prix d'offre proposé. Une large couverture du titre par les analystes après cotation permet également à l'entreprise de s'assurer d'un intérêt croissant de la part des investisseurs sur le marché secondaire.

Les commissions versées au syndicat bancaire sont un élément important dans la décision de constitution de celui-ci. Le type de commission ainsi que son montant varient sensiblement d'un syndicat bancaire à un autre, et suivant la structure du syndicat. Dans les syndicats bancaires, trois types de commissions sont généralement prévus. Nous distinguons la commission de direction ou *management fee*³⁹ pour la banque chef de file, la commission de garantie ou *underwriting fee*⁴⁰ pour les banques participant au syndicat et la commission de placement ou *selling fee*⁴¹ pour le syndicat de placement des titres. Aux Etats-Unis, les commissions du syndicat bancaire se répartissent généralement en 20 % pour la commission de direction, 20 % pour la commission de garantie et 60 % pour la commission de placement.

³⁹ La commission de direction est attribuée aux coordinateurs globaux et chefs de file pour le travail effectué dans l'organisation de l'émission, le *road show*, la structure de l'offre et la conduite des *due diligences*.

⁴⁰ La commission de garantie rémunère les membres du syndicat pour le risque d'introduction en Bourse, principalement la garantie de bonne fin et la clause de stabilisation conclue par certains membres du syndicat.

⁴¹ La commission de placement est attribuée uniquement aux membres du syndicat de placement. Plus la taille de l'émission est importante, plus le nombre de souscripteurs sera élevé, ce qui rend l'effort de placement des titres par les banques plus intense.

2-2 Modalités de constitution des syndicats bancaires

La mission de constitution d'un syndicat bancaire relève de la compétence d'un organe principal : la banque chef de file. Ce dernier est l'intermédiaire financier auquel l'émetteur s'adresse pour le charger du montage de l'opération d'introduction en Bourse.

Nous distinguons plusieurs niveaux de participation au sein d'un syndicat bancaire : le chef de file, les chefs de file associés, les co-chefs de file et les autres membres du syndicat qui participent au placement et à la sécurisation de l'opération d'introduction en Bourse.

La hiérarchie des banques est présentée dans la note d'opération ou « prospectus » et dans le *Bulletin des annonces légales obligatoires*. A titre d'exemple, Pages Jaunes, coté en Bourse en juillet 2004 et dont la première page de la note d'opération⁴² comporte les membres du syndicat bancaire ayant réalisé l'opération d'émission. Nous relevons dans ce document les coordinateurs globaux teneurs de livres associés, en l'occurrence ABN AMRO, BNP Paribas, Calyon, Lehman Brothers et Morgan Stanley. Les coordinateurs globaux correspondent à des chefs de file « supérieurs » et coordonnent l'ensemble de l'opération d'émission. Ils peuvent être également « teneurs de livres » c'est-à-dire tenir le livre d'ordres de l'émission. Nous notons ensuite dans cette opération les chefs de file associés ou *joint lead managers*, en l'occurrence Citigroup, Goldman Sachs International, Lazard-Ixis et SG Corporate & Investment Banking. Ces derniers jouent aussi le rôle de banquiers chefs de file mais n'ont pas en général le rôle de teneurs de livres. Enfin, nous remarquons dans ce prospectus la présence d'un co-chef de file et conseil financier, Dresdner Kleinwort Wasserstein. Ce dernier est la banque d'affaires qui a la charge de garantir le placement d'une part non négligeable de titres sans toutefois avoir le rôle de structuration de l'opération.

Alors que les fonctions des membres du syndicat sont identiques aux Etats-Unis et dans les opérations internationales, les noms attribués aux rôles de chacun sont différents, ce qui prête à confusion. Les participants à un syndicat sont appelés *managers* sur le plan international et *underwriters* aux Etats-Unis. A l'intérieur de chaque syndicat bancaire international, il existe une hiérarchie. Le chef de file est celui qui s'attribue le plus de commissions lors de l'opération d'introduction en Bourse. Il peut y avoir plusieurs banques à chaque niveau de la hiérarchie. Les syndicats de grande taille sont construits de façon pyramidale, avec peu de banques au sommet de la pyramide (chefs de file), plus de

⁴² Le prospectus ou *tombstone* de Pages Jaunes figure en annexe 1.4.

banques au milieu (co-chefs de file) et plusieurs banques au pied de la pyramide (co-managers).

Les syndicats américains ont des appellations différentes au niveau des tranches constituant le syndicat bancaire (cf. tableau 7). En particulier, le terme *co-manager* est défini de manière différente dans les émissions américaines et les émissions internationales. Un *co-manager* dans une syndication internationale fait partie du groupe de banques se situant au pied de la pyramide, alors que dans les syndications américaines, les *managers* ou *co-managers* font partie du groupe de banques se situant au top de la pyramide.

Sous le niveau de *co-management*, il existe plusieurs groupes d'introducteurs. Par ordre de classement, nous distinguons les banques appartenant au *major bracket*, les banques appartenant au *sub-major bracket* et les banques considérées comme *underwriters*. Le niveau le plus bas des participants à une syndication américaine est le *selling group*. Les membres de ce groupe ne souscrivent à aucune émission mais peuvent être appelés à aider dans le placement des titres.

Une introduction en Bourse peut être répartie en plusieurs tranches : une tranche domestique où les titres sont vendus à des investisseurs nationaux et une ou plusieurs tranches internationales. Dans la pratique, il est préférable de limiter le nombre de tranches afin de permettre au coordinateur global une meilleure flexibilité dans l'allocation des titres lorsque la demande de titres est plus élevée. Chaque tranche d'une émission internationale a une banque chef de file. Dans ce cas, un chef de file supérieur est désigné, appelé coordinateur global.

Le *bookrunner* ou coordinateur global est responsable de la préparation de l'introduction en Bourse, de l'organisation et du marketing de l'opération (*due diligence*, *road show*, etc.). Il construit le carnet d'ordres et décide de l'allocation des titres aux investisseurs ; il peut ainsi en favoriser certains avec qui il a des relations étroites, au détriment d'autres. Une compétition acharnée a lieu entre banques d'investissement pour le poste de chef de file supérieur. Dans le jargon boursier, les banques « se battent » pour faire partie du *top left* du prospectus.

Tableau 7 – Structure du syndicat bancaire selon le type d’émission

Emission internationale	Emission américaine
Bookrunner / Global Coordinator	Bookrunner / Lead manager
Regional (lead manager)	Co-managers
Co-lead managers*	Underwriting group - Major bracket - Sub-major bracket - Underwriter
Co-managers*	Selling Group**

* Les co-lead managers et les co-managers peuvent être divisés en senior et junior. Cela dépend de la part de titres attribuée à chacun et de leurs rôles.

** Ce groupe ne participe pas à la direction ou à la souscription de l’opération d’introduction en Bourse.

Source: IPO’s & equity offerings - Geddes

Le nombre de banques faisant partie d’un syndicat varie directement avec la taille de l’opération d’introduction en Bourse. Il existe cependant plusieurs autres facteurs qui influencent positivement la taille d’un syndicat :

- L’opération d’introduction en Bourse : les syndicats de ce type d’opération sont plus grands que ceux des augmentations de capital. En effet, les émetteurs constituent des syndicats bancaires plus larges afin de s’assurer du placement des titres et de favoriser une couverture plus importante par les analystes des banques du syndicat ;

- Le type d’investisseur : si l’introduction en Bourse a pour principale cible des investisseurs particuliers, alors la taille du syndicat bancaire sera plus grande. Compte tenu du nombre limité d’investisseurs institutionnels, la hausse du nombre de banques à l’intérieur du syndicat n’augmentera pas le nombre d’ordres passés par ces investisseurs car ceux-ci sont suivis par plusieurs banques. *A contrario*, la plupart des investisseurs particuliers apportent leurs ressources financières à un seul conseiller financier. Ainsi, les banques de détail sont associées à l’intérieur des syndicats (bas de la pyramide) ;

- La capacité de placement : quand les émissions de titres se font à l’international, les syndicats doivent être plus larges. Alors que les principales banques internationales ont des relations avec les principaux investisseurs institutionnels, les banques régionales auront des relations avec des institutions de moins grande taille ;

- Les conditions du marché : dans des conditions de marché très turbulentes, la taille des syndicats bancaires tend à être plus grande. Dans les deux années qui ont suivi le krach de 1987, plusieurs introductions en Bourse qui devaient être souscrites par une ou deux banques l’ont été par quatre à cinq banques afin de partager le risque ;

- Les coûts d'émission : si le montant des commissions attribuées au syndicat bancaire est faible, la banque chef de file va privilégier un syndicat de plus petite taille, afin de permettre à ses membres de rentabiliser l'effort de placement des titres ;

- Le niveau de risque de l'émission : si l'émission est perçue comme risquée, le syndicat sera de plus grande taille pour partager le risque, *a contrario* pour une émission non risquée ;

- Les exigences de l'émetteur : l'émetteur a un fort pouvoir de négociation lors de la constitution du syndicat bancaire. S'il a des relations de clientèle avec un nombre élevé de banques, cela pourrait amener ses dirigeants à inclure dans le syndicat des banques avec lesquelles il entretient des relations historiques.

2-3 Les syndicats bancaires dans la littérature financière

Le prêt syndiqué constitue le principal mode de financement des entreprises américaines. La littérature sur la constitution de pools bancaires⁴³ pour l'obtention de prêts syndiqués est abondante. Simons (1993) est l'un des premiers auteurs à s'intéresser aux raisons de syndication des prêts par les banques et aux déterminants de cette décision. Pour cet auteur, la syndication apparaît comme un moyen pour les établissements bancaires de diversifier leurs risques, de réduire leurs engagements par client et ainsi de respecter les contraintes réglementaires en termes de concentration des risques (coefficient de division des risques)⁴⁴. Simons (1993) et Jones *et al.* (2005) montrent que la part détenue par les banques arrangeuses est influencée par le risque et la qualité du prêt. De son côté, Sufi (2007) relève que les membres du pool bancaire ont des relations historiques avec l'emprunteur et se situent dans la même zone géographique mais que la réputation de la banque chef de file peut atténuer ces phénomènes (Dennis et Mullineaux, 2000 ; Lee et Mullineaux, 2004 ; Sufi, 2007).

La littérature sur la formation des syndicats bancaires lors des opérations d'introduction en Bourse n'a commencé à se développer que durant la dernière décennie. Les études empiriques sur ce thème sont peu nombreuses et portent dans la majorité des cas sur les marchés boursiers américains.

⁴³ Dans un pool bancaire, les banques jouent deux rôles principaux : les banques « arrangeuses » dont le chef de file est responsable du montage technique du prêt, de son administration et de la création du pool ; les banques « participantes » ont pour seul rôle la prise en charge financière d'une fraction du prêt.

⁴⁴ Le coefficient de division des risques consiste pour une banque à limiter le total des crédits accordés à un même bénéficiaire à 40 % des fonds propres nets de la banque.

Dans un premier temps, certains travaux de recherche ont expliqué la taille d'un syndicat bancaire par l'hypothèse de révélation d'information. En effet, Corwin et Schultz (2005) analysent le rôle des syndicats bancaires lors des introductions en Bourse. Les auteurs, sur la base d'un échantillon de 1 638 entreprises cotées entre 1997 et 2002, vont effectuer des régressions univariées et multivariées de la taille du syndicat sur des variables telles que la taille de l'offre de titres, le nombre de banques dans le syndicat, la proportion d'actions attribuées au chef de file et aux co-chefs de file. Les principales conclusions de ces tests empiriques sont : (1) plus la taille du syndicat bancaire est importante, meilleures sont la collecte d'informations ainsi que l'évaluation de l'entreprise à introduire en Bourse ; (2) le nombre de managers et co-managers augmente lorsque la taille de l'opération est importante, alors que la part des actions souscrites par la banque chef de file diminue ; (3) la réputation des membres du syndicat augmente avec la taille de l'opération d'émission ; (4) les banques nationales sont plus sollicitées que les banques régionales pour leur capacité de placement et leur force de vente ; (5) les banques qui ont bénéficié d'une bonne couverture par les analystes ont plus de chance de faire partie d'un syndicat bancaire ; (6) les banques qui ont des relations avec le même type de clientèle que la banque chef de file ont de faibles chances de faire partie du syndicat en raison de l'hypothèse de faible production d'information ; (7) l'intensité des relations de travail et des relations commerciales entre la banque chef de file et les membres du syndicat va atténuer le problème de hasard moral et de « passager clandestin » ou *free rider*⁴⁵.

Dans le même ordre d'idées, Pichler et Wilhelm (2001) modélisent la formation du syndicat bancaire en présence de hasard moral. Le problème de hasard moral prend de l'importance lorsqu'une banque membre du syndicat affirme sa prétention de disposer d'une capacité de production d'informations de qualité en fournissant un effort minimal. Ainsi, une banque ayant connu des succès dans le passé pourrait être tentée de se reposer sur ses lauriers et de conserver des relations de qualité au moindre effort. Si cet effort minimal n'est pas distingué de l'effort maximal, alors, dans la perspective de l'émetteur, il est important de promouvoir ce coût d'effort nécessaire au développement et à l'entretien de relations de bonne qualité, mais aussi de décourager les membres du syndicat de s'engager dans des activités improductives, destinées à induire en erreur les émetteurs. Les

⁴⁵ Le problème du « passager clandestin » ou *free rider* intervient lorsque certains investisseurs se basent sur les informations collectées par d'autres investisseurs lors d'une introduction en Bourse. Ces investisseurs non informés feront l'offre de prix la plus élevée, en espérant que le prix d'équilibre sera établi par ceux qui détiennent de l'information privée supérieure. En faisant une offre de prix élevée, les investisseurs informés seront moins incités à consacrer des ressources et du temps à valoriser de manière correcte l'entreprise candidate. Ils auront donc moins de probabilité d'être servis en raison de l'agressivité des non informés.

auteurs montrent ainsi comment la structure organisationnelle d'un syndicat peut réduire ce problème de hasard moral.

Narayanan, K. Rangan et N. Rangan (2004) montrent également que les banques commerciales peuvent être en conflit d'intérêts lorsqu'elles entretiennent à la fois des relations de prêt et des relations de syndication, ce qui affaiblit leur capacité à proposer des services de syndication aux entreprises emprunteuses. Les auteurs montrent que les banques commerciales, en assumant un rôle de syndication, s'engagent de façon crédible contre tout comportement opportuniste et exploitent l'information privée qu'elles ont produite lors des relations de prêt pour faire supporter à leurs clients des coûts d'émission plus faibles. En co-manageant l'émission d'une entreprise emprunteuse avec une banque d'affaires de forte réputation, les banques commerciales obtiennent une certification crédible de l'émission à travers un chef de file indépendant. Ceci leur permet d'atténuer les conséquences d'une mauvaise fixation du prix d'introduction auxquelles elles auraient à faire face en raison de la perception de conflit d'intérêts.

Pour leur part, Cooney, Hill, Jordan et Singh (2004) relèvent, dans leurs travaux de recherche concernant le classement des introducteurs, que les membres du syndicat bancaire font face à un « concours de beauté » dans lequel ils doivent se concurrencer pour être choisis par l'émetteur ainsi que par la banque chef de file. Ces derniers vont donc décider du nombre et de l'identité des banques à inclure dans le syndicat bancaire. La banque chef de file va, en consultant l'émetteur, choisir les banques qui ne feront pas partie du comité de direction, à savoir le chef de file et le ou les co-chef(s) de file, mais qui sécuriseront et assureront le placement des titres. La sélection se fera sur la base de la force de vente de la banque, de sa capacité à placer des titres à une clientèle particulière ou dans une zone géographique déterminée, de sa capacité de recherche et de la situation géographique de l'émetteur. Toutes les banques participant à une syndication bancaire vont apparaître dans le prospectus d'introduction dans l'ordre du pourcentage d'actions attribuées.

Dans le même sillage, Jeon et Kim (2011) examinent les déterminants de la négociation passionnée entre les membres du syndicat bancaire, principalement le chef de file, et les membres du syndicat de placement, ainsi qu'entre les différents membres de ce syndicat de placement. Les auteurs soulignent que ces négociations passionnées sont associées à une moindre compensation des banques du syndicat de placement. La position de négociation inférieure de ces banques associée à la supériorité du pouvoir de négociation de la banque chef de file augmentent la probabilité d'un partage inégal des bénéfices réalisés. La

négociation entraîne l'accroissement du nombre de notes de recommandation éditées par ces dernières. Ces notes de recommandation se multiplient lorsque les banques sont mieux rémunérées et lorsque la taille de l'opération est importante.

Pour leur part, Hu et Ritter (2007) analysent la présence croissante de plusieurs chefs de file dans un syndicat bancaire. Les auteurs observent un changement structurel des syndicats bancaires lors de la dernière décennie, avec une fréquence de co-chefs de file lors d'opérations d'introduction en Bourse allant de 0 à 50 %. La présence de plusieurs chefs de file dans un syndicat permet à l'émetteur d'améliorer son pouvoir de négociation du prix d'offre. En effet, les co-chefs de file vont proposer une valeur médiane élevée dans la fourchette de prix après leur sélection dans le syndicat et fourniront d'importants efforts lors du marketing de l'opération d'émission, de peur d'être expulsés du syndicat ou de recevoir une faible part de titres à placer. Hu et Ritter (2007) montrent que la tendance ces dernières années de disposer de syndicats bancaires composés de plusieurs chefs de file s'explique par la taille croissante des émissions et par la baisse significative de la taille des introductions en Bourse depuis les années 2000. Ils expliquent aussi la présence de co-chefs de file par la baisse de l'importance de la couverture par les analystes vedettes de la place (*all-star analyst coverage*). Les auteurs montrent que, lorsqu'une part élevée des entreprises candidates à l'introduction en Bourse est risquée, la couverture par les analystes vedettes de la place devient importante ; en revanche, lorsque cette part est faible, la fixation d'un prix d'émission élevé devient la principale préoccupation des émetteurs.

La syndication bancaire, lors des introductions en Bourse, apparaît aujourd'hui comme une évidence compte tenu du développement des marchés financiers et de la volonté croissante des entreprises émettrices à s'internationaliser et à être cotées sur les plus grandes places financières. S'il est démontré empiriquement que la taille d'une émission conditionne généralement la constitution de syndicats de grande taille, l'attribution des mandats d'introduction en Bourse sur la base d'appels d'offres, la volonté d'élargir la base d'investisseurs et la capacité de placement constituent également pour les émetteurs les principaux facteurs de choix de syndicats bancaires de grande taille. Le degré de certification des membres du syndicat est un point important dans la décision de constitution d'un syndicat. A travers les différents modèles développés à ce sujet, nous remarquons que l'hypothèse de certification n'est pas très éloignée de celle de la réputation des établissements financiers. En effet, la certification d'un membre du syndicat, principalement du chef de file, ne vaut que par la reconnaissance par les investisseurs de la

compétence de ce dernier. C'est cette dimension de la réputation que nous présentons dans la partie suivante.

3- La réputation de la banque chef de file

Avant de présenter les différents types de mesures de réputation de la banque chef de file utilisées dans la littérature financière, des plus simples aux plus avancées, nous tentons de donner une définition de cette notion de réputation.

3-1 Définition de la notion de réputation

La réputation est une caractéristique ou un attribut accordé à un agent économique (entreprise, banque, institution) par un observateur, c'est-à-dire que la réputation est liée à la perception qu'ont les tiers de cet agent économique. Cette perception est basée sur l'observation de son comportement passé et surtout sur l'hypothèse que ce comportement sera maintenu dans l'avenir. C'est ainsi qu'un agent économique peut avoir une réputation pour différentes facettes de ses activités : politique commerciale, part de marché, chiffre d'affaires ou qualité des produits et services.

La réputation d'un agent économique est associée à des valeurs éthiques préalables à la relation, comme la confiance entre les agents et la crédibilité des actions entreprises. Elle est préalable à la relation car elle se base sur l'apprentissage au fil du temps, à partir de comportements observables, de certaines caractéristiques de l'agent économique. Elle est associée à des valeurs d'ordre éthique car la réputation suppose la responsabilité, la confiance, l'honnêteté et l'intégrité des actions entreprises pendant la durée de la relation.

Dans un contexte d'asymétrie d'information, un agent économique possédant de l'information privée pourrait ajuster son comportement en fonction de cette information. Dès lors, un investisseur pourrait interpréter les actions de l'agent économique comme un signal de ce qu'est l'information privée, c'est-à-dire qu'il pourrait inférer l'information privée à partir des actions de l'agent économique. Si cette information concerne une caractéristique qui persiste dans le temps, alors cette inférence de l'information privée peut être utilisée pour améliorer les prédictions du comportement futur de cet agent. Il y a alors un effet de réputation pour l'agent économique.

Ainsi, les éléments économiques qui favorisent la création d'une réputation sont : (1) la présence de plusieurs intervenants économiques ; (2) la détention par au moins l'un des intervenants d'informations privilégiées qu'il ne peut dévoiler explicitement ; (3) l'investisseur économique agit sans annoncer ses actions futures ; (4) le trait de comportement qui est l'objet de la réputation est endogène à la fonction-objectif de l'intervenant informé et est observable *ex post* par les autres.

La confiance et la crédibilité constituent les principaux piliers de la réputation. La crédibilité est observée tant dans les actions choisies par les entreprises que dans celles décidées par les banques. La crédibilité transforme la relation entre l'entreprise et la banque en une relation plus dynamique, dans la mesure où la crédibilité des actions choisies doit être révisée à chaque période. La confiance contribue à la stabilité de cette relation.

Sur le marché du crédit, la qualité des relations entre l'entreprise et la banque est déterminante. Dans ce cas bien précis, la réputation et la confiance se confondent car le choix par l'entreprise d'une banque déterminée se base sur la confiance. Cette dernière se développe sur le long terme et repose sur des critères subjectifs et non de performance. En effet, la qualité des rapports humains entre le responsable d'agence et le directeur de l'entreprise, la fidélité de l'entreprise à la banque lors de la demande de lignes de crédit ainsi que la rapidité de déblocage des financements par la banque constituent les principaux critères favorisant l'établissement de la confiance à moyen et long terme.

Dans une opération d'introduction en Bourse, l'apport informationnel de la banque est considéré comme une donnée acquise sur laquelle il n'existe pas d'incertitude dans l'hypothèse de certification de ce type d'opération par les établissements financiers. Le concours de la banque est une constante, car l'acceptation d'un mandat d'émission communique toujours la même information aux investisseurs.

L'entreprise émettrice, dans le cadre d'une introduction en Bourse, va emprunter le nom d'un intermédiaire-introducteur, mais tous les noms n'ont pas la même valeur. Morgan Stanley, JP Morgan, Calyon, autant de noms de banques d'affaires internationales dont la réputation est trans-frontalière. La réputation de ces établissements est un actif incorporel stratégique. La récente faillite de Lehman Brothers⁴⁶ a forcé les banques

⁴⁶ Lehman Brothers, une banque d'investissement multinationale, a fait officiellement faillite le 15 septembre 2008 suite à la crise financière mondiale née de la crise des subprimes. Elle faisait partie du « top 5 » des banques d'affaires au niveau des activités de conseil en fusions & acquisitions, introduction en Bourse,

d'affaires à gérer explicitement le risque d'atteinte à la réputation, de façon autonome ou dans le cadre de la gestion du risque opérationnel. La réputation est devenue ainsi un actif immatériel crucial, précieux et essentiel pour optimiser la valeur aux yeux des actionnaires. Une bonne réputation va inciter les investisseurs à choisir une marque ou les dissuader de se tourner vers un concurrent. En revanche, une mauvaise réputation va nuire à la banque et à ses actionnaires car il sera difficile de regagner la confiance des investisseurs. Comme le note un haut responsable d'une institution financière, « *le secteur des services financiers est entièrement fondé sur la confiance. La réputation des institutions financières est donc un enjeu essentiel, et une zone de risque à tolérance zéro* ».

La réputation des établissements bancaires est aujourd'hui un élément non intégré dans les dispositifs réglementaires, puisqu'elle n'est pas prise en compte dans la mesure du risque opérationnel⁴⁷. Cependant, la récente crise financière internationale a montré que le risque de réputation a pris une importance considérable et a fait l'objet de discussions sérieuses lors des derniers accords de réglementation bancaire. Une étude récente réalisée par le groupe MS&L, chargé de mesurer l'impact de la crise financière internationale sur la réputation des établissements bancaires, montre que ces derniers ont fortement pâti de la perte de confiance des investisseurs particuliers et institutionnels du fait de leur irresponsabilité et de leur manque de transparence.

Sur les marchés boursiers, la réputation des entreprises émettrices comme des intermédiaires-introducteurs est cruciale. L'entreprise qui désire accéder aux marchés financiers recherche, à travers l'introduction en Bourse, à acquérir de la notoriété. Pour s'assurer du succès de l'opération, elle va sélectionner des banques en fonction de la qualité de ses relations historiques avec elles mais également en fonction de leur réputation. Pour sa part, la réputation de la banque constitue un atout majeur dans la réussite d'une introduction en Bourse puisqu'elle influe directement sur les facteurs de succès de ce type d'opération. En effet, il apparaît empiriquement que ce critère de

gestion d'actifs et banque privée. À partir d'août 2007, Lehman Brothers a du mal à solder ses positions sur les crédits immobiliers à risque, suite à la crise des subprimes. Les pertes engendrées par ces positions conduisent la banque à vendre pour six milliards de dollars d'actifs. Sa capitalisation boursière chute alors de 73 %. Les pertes cumulées de la banque poussent la direction à rechercher un repreneur mais sans résultat. L'abstention de l'Etat est largement perçue comme la volonté de faire de la faillite de Lehman Brothers un exemple.

⁴⁷ Le risque opérationnel est le risque de pertes directes ou indirectes dues à une inadéquation ou à une défaillance des procédures de l'établissement (analyse ou contrôle absent ou incomplet, procédure non sécurisée), de son personnel (erreur, malveillance et fraude), des systèmes internes (panne de l'informatique...) ou à des risques externes (inondation, incendie...).

réputation du chef de file influe positivement sur certains mécanismes d'imperfection observés dans les marchés boursiers, à savoir la sous-évaluation à la cotation ainsi que la sous-performance des titres à long terme.

Après avoir tenté d'apporter une définition de la notion de réputation du chef de file et avant de présenter les liens potentiels entre la réputation du chef de file et les différentes anomalies boursières constatées, intéressons-nous dès à présent aux différentes mesures de réputation existantes et utilisées dans la majorité des travaux empiriques. Nous distinguerons les mesures simples, les plus utilisées, de celles qui sont plus récentes et plus sophistiquées.

3-2 Les différentes mesures de la réputation du chef de file

La mesure de la réputation de la banque chef de file est complexe. Les principaux articles fondateurs ont utilisé des mesures de réputation très différentes. Chacune d'elles présente des avantages et des inconvénients.

Si Mc Donald et Fisher (1972) ont été les premiers à apporter une mesure de la réputation du chef de file à travers l'activité d'émission, à savoir le nombre d'introductions en Bourse réalisées par une banque chef de file, plusieurs auteurs, dans des travaux ultérieurs, ont utilisé des méthodes dérivées des annotations de Hayes (1971). En effet, Hayes (1971) montre qu'une banque introductrice est sujette à une « hiérarchie » rigide. Ainsi, la réputation de la banque dépend de sa position dans cette hiérarchie. Hayes (1971) observe que cette position a un impact substantiel sur les profits. Cette notion de hiérarchie correspond à un certain nombre de groupes de banques : *bulge bracket* ou groupe le plus réputé, *major bracket* et *sub-major bracket*. L'auteur montre que la notion de réputation est observable à travers le classement des banques à l'intérieur du syndicat bancaire listé dans chaque résumé de prospectus.

Pour leur part, Neuberger et La Chapelle (1983) utilisent des désignations de groupes similaires à celles de Hayes (1971). Le *bulge bracket* et le *major bracket* se voient attribuer le rang le plus élevé ; le *sub-major bracket* et les *non-affiliated banks* le rang intermédiaire ; enfin, les banques aux offres inférieures à un million de dollars ont le rang le plus faible.

Dans le même sillage, Johnson et Miller (1988) utilisent les désignations de Hayes (1971) pour développer un système de classement des banques en quatre rangs. Chaque groupe de banques se voit attribuer un rang. Le rang 3 est attribué aux banques appartenant

au *bulge bracket* : ce groupe comprend les banques qui ont occupé des rôles de chefs de file dans des introductions en Bourse de qualité élevée, à l'image de Morgan Stanley et First Boston. Le rang 2 est attribué aux banques appartenant au *major bracket* : ce groupe comprend des banques prestigieuses à qui ont été allouées de petites parts au niveau du syndicat bancaire. Le rang 1 est attribué aux banques appartenant au *sub-major bracket* : ce groupe comprend les banques aux faibles parts de souscription mais qui sont connues pour leur capacité de distribution des titres. Les banques n'appartenant à aucun groupe se voient attribuer le rang le plus faible, à savoir 0.

Cette hiérarchie des banques introductrices dans le syndicat bancaire a été développée également par Carter et Manaster (1990)⁴⁸ qui ont classé les banques en 19 niveaux de prestige : les banques les plus prestigieuses se voient attribuer le rang 9, les banques les moins prestigieuses le rang 0, avec des rangs séparés par unités de 0,5.

Sur la base du rang des banques dans les notices d'information publiées dans les magazines *Investment Dealer's digest* et *Wall Street Journal* sur la période 1979-1983, Carter et Manaster (1990) notent, pour l'ensemble des introductions en Bourse réalisées sur le marché américain, la position des membres du syndicat bancaire. Cette notation, de 0 à 9, aboutit à un classement des banques introductrices qui reflète leurs qualités. Concrètement, Carter et Manaster (1990) vont analyser une première notice d'information dans laquelle les banques du deuxième rang B vont se voir attribuer le rang 9, c'est-à-dire celui des banques les plus prestigieuses (les banques du rang C le rang 8, etc.). Une seconde notice d'information va être analysée, les banques se trouvant dans la première notice servant de point de repère. Si l'une des banques présente dans la seconde notice est classée à un rang meilleur que les banques se situant dans le rang B de la première notice, alors celle-ci se voit attribuer le rang 9 et les autres sont rétrogradées au rang 8 (les banques des rangs C et D sont rétrogradées au rang inférieur et ainsi de suite). Chaque fois qu'une notice d'information est analysée, un rang est attribué aux nouvelles banques et celles qui sont déchuées de leur position rétrogradent dans l'échelle de classement. Cette opération est réalisée jusqu'à épuisement de l'ensemble des prospectus de l'échantillon.

Si cette mesure de réputation demeure aujourd'hui encore la plus utilisée dans la littérature financière, elle présente cependant plusieurs inconvénients : (1) la mesure Carter et Manaster (1990) exclut le classement de la banque chef de file et des banques co-chefs de file. Les banques restantes sont classées en fonction de leur position dans le syndicat

⁴⁸ Le classement des banques proposé par Carter et Manaster (1990) est présenté dans l'annexe 1.5.

bancaire. Ainsi, celles qui se voient attribuer un volume d'actions important sont considérées comme les plus prestigieuses. Carter et Manaster (1990) montrent que les banques vont défendre leur hiérarchie dans le syndicat de manière agressive, au point même de se retirer de certaines opérations si elles se trouvent mal positionnées ; (2) l'échelle de classement a une capacité limitée à distinguer les banques ayant des niveaux de prestige similaires mais non identiques. En effet, certaines banques ont le rang de prestige le plus élevé, pourtant les analystes ne les considèrent pas comme ayant des niveaux de prestige équivalents ; (3) l'algorithme Carter, Manaster se base sur l'existence d'une hiérarchie complètement rigide. Une banque disposant d'un rang n , tel que $0 < n < 9$, n'apparaîtra jamais dans le même groupe qu'une banque de rang $n - 1$ dans le prospectus d'introduction. Chaque groupe doit être composé de banques disposant du même niveau de prestige. En prenant deux introductions en Bourse effectuées par le même syndicat bancaire, certaines banques au rang bien déterminé sont positionnées dans des groupes de prestige différent (*major, sub-major -1, sub-major -2, sub-major -3*).

Pour leur part, Megginson et Weiss (1991) déterminent la mesure de réputation par la part de marché de la banque en capitaux levés sur la période 1983-1987. En comparant cette mesure à celle de Carter et Manaster, le classement Megginson-Weiss présente certains avantages et inconvénients : (1) le classement repose sur la part de marché de la banque dans les mandats d'introduction en Bourse, ce qui est facile à évaluer et à mettre à jour. Les auteurs se basent sur la supposition implicite que la part de marché de l'entreprise est égale au prestige de la banque. Ce qui n'est pas le cas dans plusieurs industries, à l'image de l'industrie automobile, où General Motors a la plus grande part de marché du secteur mais n'est pas considéré par les analystes comme le constructeur le plus prestigieux ; (2) le prestige d'une banque ne change pas, dans la plupart des cas, de manière abrupte, alors que les parts de marché relatives peuvent varier fréquemment, eu égard à la présence ou non de transactions et d'émissions nouvelles ; (3) un pourcentage substantiel des banques aura une part de marché égale à zéro. Ceci se produit pour des banques de prestige très faible mais également pour les nouveaux entrants, jusqu'à l'accomplissement de la première transaction.

Dans leur étude comparative des différentes mesures de réputation existantes, Carter et Dark (1992) prennent la mesure de réputation développée par Carter et Manaster (1990) et la comparent à celle utilisée par Johnson et Miller (1988). Plusieurs tests empiriques ont été réalisés avec pour variables dépendantes les deux mesures de réputation et des variables caractéristiques de l'opération telles que les rentabilités observées, la taille de

l'offre et la part des actions mises en vente par les actionnaires de la firme. Dans tous les modèles testés, univariés ou multivariés, les auteurs remarquent que le coefficient de la mesure Carter et Manaster est supérieur à celui de la mesure Johnson et Miller. Ils observent également une relation significative négative entre la mesure Carter et Manaster (1990) et les rentabilités initiales observées, contrairement à la mesure Johnson et Miller (1988).

Récidivant six années plus tard, Carter, Dark et Singh (1998) établissent une nouvelle évaluation comparative des trois mesures de réputation existantes, à savoir la mesure Carter et Manaster (1990), la mesure Johnson et Miller (1988) et la mesure Megginson et Weiss (1991) pour expliquer les phénomènes de rentabilité initiale et de performance à long terme. Les auteurs observent une relation significative entre ces trois mesures de réputation et les rentabilités initiales observées à la suite d'une introduction en Bourse. A partir de cette comparaison, il s'avère que la mesure de réputation proposée par Carter et Manaster est la plus coûteuse à compiler en termes d'effort et de temps. Bien que difficile à construire, cette mesure est plus pertinente et apporte plus d'explications sur les variations des premières rentabilités observées ainsi que sur la sous-performance à long terme.

Enfin, Loughran et Ritter (2004) introduisent une nouvelle mesure de la réputation d'une banque chef de file. Pour cela, se basant sur les mesures de Carter et Manaster (1990) et de Carter, Dark et Singh (1998), les auteurs établissent leur classement des banques sur la base du syndicat bancaire qui a réalisé l'introduction en Bourse de Goldman Sachs en 1999. En effet, ce syndicat comprend plus de 120 banques classées en fonction de leur position dans le prospectus. Ainsi, les chefs de file et co-chefs de file se voient attribuer le rang 9 (ces banques ne sont pas classées dans la mesure Carter et Manaster (1990)), alors que les autres banques disposent d'un rang dépendant de leur position dans le prospectus.

Pour les banques qui ne sont pas représentées dans le prospectus d'introduction en Bourse de Goldman Sachs, les auteurs attribuent le rang 1 ou 2 s'il s'agit de banques ayant réalisé des introductions en Bourse où le prix de l'action était inférieur à 1 \$ (*penny stocks*⁴⁹) et qui ont fait l'objet des actions de mise en application de l'Autorité des marchés financiers durant la période 1995-1999. Pour les banques qui ne figurent pas dans le

⁴⁹ Un *penny stock* est un titre qui se négocie à un prix et à une capitalisation boursière très faible, habituellement hors des marchés boursiers majeurs. Ce type d'action est réputé très spéculatif et risqué en raison de sa faible liquidité. Il n'existe pas de définition commune d'un *penny stock*, puisque pour certains il s'agit d'un titre qui se négocie à quelques centimes, alors que pour d'autres, il se traite à moins de 5 dollars.

prospectus d'introduction en Bourse de Goldman Sachs et qui ne sont pas des *penny stocks*, Loughran et Ritter (2004) utilisent les classements de Bruce Foerster, banque d'investissement américaine très réputée qui a participé à l'introduction en Bourse de plus de 150 entreprises. Enfin, à toutes les autres banques qui n'ont été identifiées par aucune procédure, les auteurs attribuent un classement sur la base de leur prix d'offre.

Cette mesure est plus complète que celle de Carter et Manaster (1990), sachant qu'elle intègre dans le classement les banques chefs de file et co-chefs de file ainsi que les banques qui ont réalisé des introductions en Bourse sous la forme de *penny stocks*. Les auteurs intègrent 0,1 à tous les rangs (1,1 à 9,1), tout simplement pour distinguer leur mesure de celle de Carter et Manaster (1990). Différents auteurs tels que Cooney, Larry, Jordan et Singh (2004) ont utilisé cette mesure dans leurs travaux empiriques.

Dans les mesures de réputation sophistiquées, nous distinguons celle de Cooney, Larry, Jordan et Singh (2004) qui ont introduit une nouvelle approche de classement des banques, à savoir le système ELO⁵⁰. Ce système a été initialement utilisé pour le classement des joueurs d'échecs et a été étendu à d'autres activités sportives telles que le bowling, le golf, les jeux en ligne et les clubs universitaires de football. Dans cette étude, l'introduction en Bourse est considérée par les auteurs comme un concours dans lequel les membres du syndicat d'introduction en Bourse se mesurent pour le prestige évalué par la part relative des titres à émettre. Avant de présenter les composantes de cette mesure, il convient de préciser les principes de base du système ELO.

Le système ELO est relativement simple. A chaque joueur est associé un chiffre : le score ELO. Ce score, en le comparant au score d'un autre joueur au sein du système, permet d'établir une échelle de force entre les joueurs. Ce système est basé sur l'hypothèse que chaque joueur est représenté par sa force (ELO) agrémentée d'un écart type pris arbitrairement suivant une loi normale de Laplace-Gauss. Il faut noter que c'est la seule faiblesse du système ELO, puisque logiquement un joueur très régulier devrait avoir un petit écart type et inversement un joueur irrégulier devrait en avoir un grand. Ainsi, les auteurs appliquent ce système au classement des banques, et attribuent des scores équivalents à ceux utilisés dans les jeux d'échecs, c'est-à-dire 1 point pour les gagnants, 0,5 point pour les matchs nuls et 0 point pour les perdants. En d'autres termes, une banque dans un rang bien précis est à égalité avec les autres banques de ce même rang ; elle perd

⁵⁰ Le système ELO a été mis au point par le mathématicien Arpad Elo (1979) afin de classer les joueurs d'échecs.

contre toutes les banques qui ont un rang supérieur et gagne contre celles qui ont un rang inférieur. Le nombre de points cumulés par une banque permet de situer celle-ci par rapport à ses concurrentes.

Le procédé de classement est basé sur la méthode des approximations successives d'ELO (1979) : chaque banque se voit attribuer un rang initial égal à 0 et l'écart type de la distribution des résultats pris arbitrairement est égal à 1. Le pourcentage de victoires d'une banque, à savoir le nombre de points gagnés par rapport au nombre de points possibles, suggère que cette banque a un écart type moyen x fois meilleur que celui de son adversaire. Le rang de cette banque, initialement égal à 0, est ré-estimé à travers la force de l'adversaire et l'écart type x pour avoir un nouveau score. Cette étape est répétée pour chaque banque, jusqu'à obtenir un ensemble de rangs estimés z .

L'étape qui suit consiste à calculer la moyenne pondérée de la force des adversaires : pour une banque donnée, nous multiplions le nombre de confrontations entre cette banque et sa concurrente avec le rang mis à jour z . Cette opération est répétée pour les autres banques afin d'obtenir le total des points moyens et de diviser par le nombre de confrontations. Cela aboutit à une moyenne pondérée de la force des adversaires qu'il convient de rajouter au *rating* z , afin d'obtenir le *rating* final.

La contribution de Cooney, Larry, Jordan et Singh (2004) est de montrer qu'un système de classement réputé, le système ELO, peut être utilisé en tant que mesure objective de la réputation pour tous les intervenants d'un marché. L'utilisation du système ELO pour le classement des banques a un avantage spécifique par rapport à celui utilisé pour le classement des équipes sportives. En sport, un *outsider* peut modifier le *top ten* d'un classement. *A contrario*, dans les introductions en Bourse, le changement est progressif. Les émetteurs et les banques chefs de file constituent des syndicats bancaires après plusieurs négociations et délibérations. Par conséquent, des changements de niveaux de prestige reflètent beaucoup plus des changements au niveau des tendances industrielles que des changements brusques provoqués par des *outsiders* sur une durée très courte.

En conclusion, nous pouvons relever que les mesures de réputation de la banque chef de file sont diverses et que les plus avancées s'inspirent fortement du classement des banques établi par Carter et Manaster (1990). Nous pouvons citer par exemple la mesure de Loughran et Ritter (2004) qui est fréquemment utilisée en tant que proxy de mesure de la réputation du chef de file dans la plupart des travaux empiriques récents. Nous montrons également que la réputation de la banque chef de file permet à celle-ci d'asseoir une

notoriété qui va crédibiliser sa fonction de certification. Toutefois, cette réputation de la banque va représenter un coût pour l'entreprise émettrice et va s'accompagner de plusieurs mécanismes d'imperfection des marchés boursiers, à savoir la sous-évaluation initiale ainsi que la sous-performance à long terme.

4- La réputation de la banque chef de file et les anomalies des marchés boursiers

La réputation de la banque chef de file est, pour beaucoup d'entreprises émettrices, garante du succès d'une opération d'introduction en Bourse. Une banque réputée est reconnue sur les marchés financiers pour son expertise, pour sa base d'investisseurs et pour son classement dans les *league tables*⁵¹. Ainsi, une entreprise émettrice a tout intérêt à s'attirer les services des banques réputées afin de s'assurer de la réussite du placement de ses titres. Cependant, si les banques d'investissement les plus réputées sont très sélectives dans le but de ne pas nuire à leur capital réputationnel, nous remarquons qu'elles facturent également des commissions élevées par rapport à des banques de moins bonne réputation. Dans ces conditions, nous considérons que seuls les émetteurs de grande taille peuvent se permettre de recourir aux services d'une banque réputée. La littérature financière relative à ce sujet montre que la réputation du chef de file permet d'atténuer les déviations observées sur le marché boursier, à l'image de la sous-évaluation initiale et de la sous-performance à long terme des titres.

4-1 Réputation de la banque chef de file et sous-évaluation à l'introduction en Bourse

La réputation de la banque est un élément fondamental dans la problématique de la sous-évaluation. Pour une entreprise émettrice, il est très difficile de distinguer entre les intermédiaires financiers qui vont agir selon leur conscience dans l'intérêt de l'émetteur et ceux qui vont agir dans leur propre intérêt au détriment des investisseurs.

L'importance de la réputation de l'intermédiaire-introducteur a été mise en évidence par Beatty et Ritter (1986) et Booth et Smith (1986). Ces auteurs ont modélisé la relation entre l'incertitude *ex ante* et les rentabilités initiales attendues. Ils montrent que la sous-évaluation est liée positivement au degré d'asymétrie d'information entre la firme

⁵¹ La *league table* correspond à un classement arithmétique et décroissant des acteurs, principalement les banquiers-conseils et les investisseurs, effectué en fonction de la valeur ou du nombre de transactions sur lesquelles ils sont intervenus.

émettrice et les investisseurs potentiels. La réputation de la banque chef de file permet de réduire les problèmes de sélection adverse et de hasard moral et donc l'asymétrie d'information liée à l'introduction en Bourse.

Les auteurs démontrent qu'il existe un équilibre de sous-évaluation que les banques chefs de file doivent respecter dans la mesure où elles ont leur réputation en jeu. Plusieurs hypothèses sont étudiées telles que la théorie de la « malédiction du vainqueur » mise en évidence dans les travaux de Rock (1986) et l'hypothèse de perte de part de marché par la banque lorsque les premières rentabilités observées à la cotation ne sont pas en rapport avec l'incertitude *ex ante* sur la valeur de la firme. Le degré d'incertitude représente l'incapacité de l'investisseur qui désire passer un ordre d'achat à déterminer la vraie valeur de l'offre d'introduction une fois qu'elle est négociée sur le marché.

Pour leur part, Titman et Trueman (1986) s'intéressent au choix d'un cabinet d'audit pour les introductions en Bourse. Ils présentent un modèle dans lequel la qualité et la réputation du cabinet d'audit sont des signaux adressés aux investisseurs pour la valorisation des entreprises émettrices, et précisent que ce modèle s'applique également au choix d'un intermédiaire-introducteur pour la réalisation d'une opération financière. Lorsque l'intermédiaire est reconnu sur le marché de par sa réputation, il transmet aux investisseurs potentiels de l'information de qualité qui leur permet de mieux estimer la valeur des entreprises. Le résultat majeur de ce modèle est qu'un entrepreneur disposant d'informations privées positives sur la valeur de sa firme choisira un intermédiaire réputé, alors qu'un entrepreneur disposant d'informations privées médiocres sur sa firme choisira un intermédiaire de moins bonne qualité. L'entrepreneur de la firme de bonne qualité va donc faire appel à un intermédiaire qui va exiger une rémunération élevée mais qui va divulguer de l'information favorable sur le marché. Le recours par une entreprise de mauvaise qualité à un intermédiaire réputé ne va pas jouer en sa faveur car non seulement elle paiera des commissions élevées, mais elle sacrifiera son image sur le marché puisque l'information transmise par l'intermédiaire sera négative. Titman et Trueman (1986) observent également qu'il est très rare qu'un intermédiaire réputé accepte de réaliser une opération financière avec une entreprise de faible qualité, dans le souci de préserver son « capital réputationnel ».

Sur un autre registre, Johnson et Miller (1988) testent les différences de sous-évaluation, de coût et d'incertitude *ex ante* selon la réputation de la banque introductrice. Les auteurs montrent que le recours à des banques prestigieuses permet à l'émetteur de bénéficier d'une sous-évaluation initiale plus faible que celle connue pour les introductions

en Bourse sans banque prestigieuse. Lorsque les coûts indirects, à savoir la sous-évaluation initiale des titres, sont associés aux coûts directs tels que les commissions facturées, cette même comparaison conduit à un coût deux fois plus élevé pour les émissions avec une banque non réputée que pour celles avec une banque réputée. Les auteurs analysent également l'incertitude *ex ante* et remarquent que les banques réputées mènent des introductions en Bourse significativement moins risquées que les banques moins réputées. Enfin, Johnson et Miller (1988) relèvent la relation significative entre la taille de l'opération et la réputation de la banque introductrice.

Dans le même sillage, Carter et Manaster (1990) prétendent que le choix d'une banque de bonne réputation sert de signal sur le marché en informant les investisseurs sur les risques de l'opération. Les auteurs prétendent que les entreprises peu risquées se signaleront en engageant un intermédiaire financier de bonne qualité dans la mesure où ce dernier va demander des honoraires plus élevés pour révéler au marché des informations plus précises sur le niveau de risque de l'introduction. Ainsi, la sous-évaluation est une résultante de la présence d'investisseurs non informés dont l'engagement est indispensable pour la réussite de l'offre (Rock, 1986). Plus une offre d'introduction en Bourse attire des investisseurs informés, plus elle doit être sous-évaluée afin d'attirer les investisseurs non informés. Par conséquent, afin d'accroître la probabilité d'introduction en Bourse des firmes de bonne qualité (avec la participation des investisseurs informés), celles-ci vont se signaler en s'octroyant les services d'une banque prestigieuse. Les auteurs montrent à travers un modèle similaire à celui de Rock (1986) que plus la proportion d'investisseurs informés participant à une introduction en Bourse est importante, plus le cours boursier augmente après l'introduction. Les banques chefs de file les plus réputées cherchent alors à diriger les opérations des entreprises les moins risquées. Carter et Manaster (1990) effectuent des tests sur un échantillon de 500 introductions en Bourse entre 1979 et 1983 et constatent une relation négative entre la réputation de l'introducteur et la sous-évaluation initiale des titres.

Dans l'étude de la relation entre la réputation du chef de file et le placement des titres auprès des investisseurs, les résultats empiriques de Carter et Dark (1992) confirment l'absence de relation linéaire entre la réputation de la banque chef de file et le volume de transactions aux premiers jours de cotation. Ainsi, plus la réputation de la banque chef de file est élevée, plus elle va s'adresser à des investisseurs institutionnels capables de prendre une part prédominante de titres. En effet, une banque de forte réputation peut engendrer une vente massive de titres au cours des premiers jours de cotation, d'où la volonté de

certaines firmes émettrices de placer les titres auprès d'investisseurs institutionnels dans un objectif de détention à long terme. *A contrario*, les banques de faible réputation vont atteindre plutôt des investisseurs individuels et ne vont pas pratiquer la vente massive de titres.

Pour leur part, Chemmanur et Fulghieri (1994) mettent en évidence le rôle de l'intermédiaire-introducteur à travers un modèle réunissant trois types d'agents économiques : l'entreprise émettrice, le marché financier et la banque chef de file. Dans ce modèle, les entreprises sollicitent les marchés financiers pour obtenir des financements pour leurs projets, soit directement par une émission d'actions en faveur d'investisseurs, soit par l'intermédiaire d'un établissement financier. Ce dernier évalue l'entreprise et produit de l'information qui sera transmise au marché lors de la diffusion des actions. Ceci permet de réduire l'asymétrie d'information entre l'émetteur et l'investisseur.

Pour une entreprise émettrice, il est très difficile de distinguer entre les banques chefs de file qui vont agir dans l'intérêt de l'émetteur et celles qui agissent dans leur propre intérêt. Les auteurs montrent que l'acquisition par la banque d'une bonne réputation peut réduire ce problème de crédibilité. Les investisseurs sont incapables de déterminer la valeur réelle des recommandations d'achat ni les critères utilisés par les banques pour solliciter l'investissement dans telle ou telle firme. Ils vont alors se baser sur les performances passées de la banque, mesurées par le nombre d'émissions réalisées et la valeur de marché de ces émissions. La banque chef de file va fixer des standards stricts et rigoureux dans l'évaluation des entreprises, ce qui va lui coûter à court terme (coût *ex ante*) mais sera rentable à long terme en réduisant le risque de non-placement des titres, un risque qui pourrait porter atteinte à son « capital réputationnel ».

A partir d'hypothèses se basant sur la qualité du projet de la firme, sur les coûts des intermédiaires-introducteurs et le montant des commissions perçues, sur l'évaluation par les investisseurs ainsi que sur le choix d'une introduction en Bourse avec ou sans banque chef de file, Chemmanur et Fulghieri (1994) dégagent plusieurs implications empiriques : (1) les banques chefs de file les plus réputées sont les plus efficaces dans la réduction de l'impact de l'asymétrie d'information sur le marché des émissions. Ce résultat va dans le sens des conclusions d'Allen et Faulhaber (1989), Chemmanur (1993) et Welch (1989) qui montrent que la sous-évaluation d'une introduction en Bourse est une fonction décroissante du degré d'asymétrie d'information entre l'émetteur et l'investisseur ; (2) l'importance de la sous-évaluation est une fonction décroissante de la réputation de la banque chef de file ; (3) plus la réputation de la banque chef de file est élevée, moins l'incertitude sur la vraie

valeur de la firme est forte ; (4) les banques chefs de file qui ont une bonne réputation facturent des commissions élevées et disposent de revenus importants par rapport aux banques à faible réputation ; (5) le produit d'émission net des frais de la banque chef de file s'accroît avec la réputation de cette dernière ; (6) les entreprises émettrices préfèrent s'attacher les services des banques chefs de file les plus prestigieuses qui acceptent de les introduire en Bourse, même si le montant des frais associés à ces banques est élevé ; (7) les entreprises qui font face à une asymétrie d'information sur le marché des introductions en Bourse préfèrent faire appel à un intermédiaire-introducteur plutôt que d'émettre leurs titres directement. En effet, les émissions directes sont utilisées par les entreprises qui ne font pas face à un degré significatif d'asymétrie d'information et qui n'ont pas les moyens financiers pour se procurer les services d'une banque chef de file de bonne crédibilité.

Dans le même contexte, Carter, Dark et Singh (1998) analysent les rentabilités initiales et les rentabilités observées après trois années d'introduction. Ils étudient la relation entre ces rentabilités et la réputation du chef de file et comparent les trois mesures de réputation Carter et Manaster (1990), Johnson et Miller (1988) et Megginson et Weiss (1990). Sur la base d'un échantillon de 2 292 introductions en Bourse réalisées aux Etats-Unis entre 1979 et 1991, Carter *et al.* (1998) réalisent des tests statistiques sur la base de variables liées à la taille de l'entreprise, son âge et le montant des capitaux levés. A travers des régressions univariées et multivariées sur les différentes mesures de réputation, ils remarquent que plus la réputation de la banque chef de file est élevée, plus la sous-évaluation à l'introduction en Bourse est faible.

La même année, Broye (1998) étudie la relation entre la réputation du chef de file et le niveau de sous-évaluation sur le marché boursier français. L'auteur choisit un échantillon d'entreprises cotées sur le Second Marché entre 1983 et 1996 en raison de la forte asymétrie d'information subie par les émetteurs, méconnus des investisseurs et autorités boursières, contrairement au Premier Marché où les firmes introduites bénéficient d'un historique boursier. Broye (1998) prend en compte plusieurs facteurs susceptibles d'influencer les processus d'évaluation des titres : (1) *la taille de la firme et son âge* : l'existence d'un historique opérationnel fournit aux investisseurs une plus grande quantité d'informations, en particulier les politiques managériales en matière d'investissement et de financement ; (2) *la taille de l'offre* : une offre très importante signifie de plus grandes opportunités d'investissement, ce qui constitue un signal favorable sur l'avenir de la firme émettrice ; (3) *la procédure d'introduction en Bourse* : la nature du contrat d'introduction en Bourse permet à la banque chef de file d'évaluer le risque *ex ante* de l'émission. Broye

(1998) effectue des tests statistiques et n'observe pas de relation significative entre le niveau de sous-évaluation et le choix d'une banque chef de file réputée, contrairement aux résultats observés dans la majorité des pays anglo-saxons. La raison de cette observation réside dans le fait que le rôle de la banque chef de file en France est différent de celui observé aux Etats-Unis. En effet, le marché des introductions en Bourse aux Etats-Unis est marqué par une forte concurrence entre les banques chefs de file, par une protection solide des investisseurs et par une exposition plus forte au risque.

Plusieurs travaux empiriques ont analysé la relation entre la banque chef de file et la sous-évaluation sous l'angle de la variation du prix d'offre à l'intérieur de la fourchette de prix. En effet, Cooney, Singh, Carter et Dark (2001) remarquent une relation inverse entre la réputation de la banque chef de file et la sous-évaluation initiale pour les introductions en Bourse dont le prix d'offre a été fixé à l'intérieur de la fourchette de prix sur les deux périodes des sous échantillons. Ce résultat concerne également les introductions dont le prix d'offre a été fixé en dessous de la fourchette des prix sur les deux périodes, ainsi que pour les introductions dont le prix a été fixé au-dessus de cette fourchette dans les années 80. Cependant, pour les émissions des années 90 dont le prix d'offre a été fixé au-delà de la fourchette des prix, Cooney *et al.* (2001) remarquent une relation positive entre la réputation du chef de file et les rentabilités initiales observées. Ces résultats coïncident avec les travaux de Beatty et Welch (1996) pour la période 1992-1994.

Pour expliquer la relation positive entre la réputation de la banque chef de file et la sous-évaluation initiale pour les émissions dont le prix d'offre a été fixé au-delà de la fourchette des prix, Cooney *et al.* (2001) montrent que le pouvoir de négociation des banques joue un rôle important dans cette sous-évaluation. Ainsi, le pouvoir de négociation de la banque chef de file de forte réputation vis-à-vis de la firme émettrice est plus important que celui des banques de moins bonne réputation. Les fortes sous-évaluations enregistrées dans les années 90 pour les émissions dont le prix d'offre a été fixé au-delà de la fourchette des prix sont le résultat de la forte réputation des banques chefs de file. Ces dernières utilisent leur pouvoir de négociation pour sous-évaluer de manière sévère ces émissions, ce qui augmente les rendements de la firme émettrice. Les auteurs s'accordent à dire que ces différences de résultat entre les trois zones de fixation du prix d'offre dépendent des négociations initiales entre la banque chef de file et l'émetteur (pour les opérations réalisées à un prix d'offre fixé à l'intérieur de la fourchette des prix) et de la renégociation du prix d'offre compte tenu d'une demande de titres de la firme élevée/faible

pour les émissions dont le prix d'offre est fixé en dessous/au-dessus de la fourchette des prix.

De leur côté, Habib et Ljungqvist (2001) analysent le phénomène de sous-évaluation initiale à travers le problème multidimensionnel auquel font face les propriétaires de l'entreprise au moment de l'introduction en Bourse. En effet, ces derniers peuvent affecter le niveau de sous-évaluation à travers les choix pris lors de la décision de cotation, tels le choix de l'intermédiaire-introducteur ou celui du lieu de cotation. Les avantages de la réduction de la sous-évaluation vont dépendre du degré de participation du propriétaire de l'entreprise dans l'émission et du degré de dilution subi sur les actions restantes. En effet, le propriétaire-cédant qui va vendre une faible part lors de l'émission va subir la sous-évaluation de manière marginale, alors que celui qui met sur le marché une part de titres conséquente sera incité à réduire la sous-évaluation au maximum. Ainsi, le propriétaire-cédant pourra influencer sur le niveau de sous-évaluation à travers les coûts qu'il engage dans la promotion de l'opération. Les tests empiriques réalisés par les auteurs confirment ces prédictions : plus la quantité de titres à émettre est élevée, plus l'entreprise émettrice va engager des coûts supplémentaires pour promouvoir l'opération d'introduction en Bourse, ce qui va réduire le niveau de sous-évaluation. Parmi les moyens de promotion utilisés, les auteurs relèvent que les émetteurs choisissent leur banque chef de file de manière optimale.

Pour leur part, Loughran et Ritter (2004), dans leur étude du changement structurel du niveau de sous-évaluation, montrent que, dans les années 80, les banques d'investissement analysaient les entreprises candidates à l'introduction en Bourse sur la base de leurs propres valorisations et dans une moindre mesure sur la base de la couverture par les analystes. Si la banque chef de file précisait qu'elle allait fixer un prix d'offre plus élevé que la concurrence, elle avait une forte probabilité d'être choisie. Cependant, en obtenant le mandat d'introduction en Bourse, la banque s'engageait implicitement à fixer une fourchette de prix élevée, laissant peu de chance à une révision de prix en cas de conditions de marché défavorables. Dans les années 90, les banques chefs de file disposant des analystes les plus en vue pouvaient gagner des mandats d'émission sans être obligées de s'engager dans un niveau de valorisation qui pouvait attirer l'entreprise émettrice. Enfin, durant la bulle Internet, les émetteurs pouvaient accepter une fourchette de prix basse car ils privilégiaient le choix d'une banque introductrice réputée disposant d'un analyste influent ou qui avait à son actif des opérations d'émission sous-évaluées.

Parmi les travaux de recherche récents qui ont analysé la relation entre la réputation de la banque chef de file et la sous-évaluation initiale, nous distinguons les travaux empiriques de Booth *et al.* (2010) qui observent, sur un échantillon de 3 820 entreprises introduites en Bourse aux Etats-Unis durant la période 1988-2008, l'existence d'une relation significative négative entre la réputation du chef de file et la décote à la cotation. En effet, Booth *et al.* (2010) affirment que le choix par l'émetteur d'une banque chef de file réputée va permettre à celle-ci d'utiliser sa notoriété afin de certifier la valeur du titre et de réduire l'incertitude sur l'opération d'émission. Ce résultat suggère que l'entreprise émettrice fait un compromis entre les bénéfices potentiels et le coût de la sous-évaluation pour le choix des membres du syndicat bancaire.

Sur le marché britannique, Chambers et Dimson (2009) vont également s'intéresser à la compréhension du phénomène de sous-évaluation depuis la première guerre mondiale. Ils constatent que l'amélioration de la protection des investisseurs n'a véritablement eu lieu qu'à partir de 1945 en raison des nombreuses réformes, telles que les normes comptables, le droit d'entreprise, les règles prudentielles du London Stock Exchange, et en raison de l'engagement des banques réputées à participer aux mandats d'introduction en Bourse. Malgré la baisse de l'asymétrie d'information entre investisseurs et les avantages de la certification durant la seconde moitié du XX^e siècle, Chambers et Dimson (2009) observent que la sous-évaluation initiale augmente malgré le changement de la composition du risque d'émission, le changement des méthodes d'introduction en Bourse ainsi que la prise en compte de la réputation du chef de file.

Enfin sur les marchés grec et australien, Kenourgios *et al.* (2007) et Dimovski *et al.* (2011) remarquent sur leur marché respectif que la réputation de la banque chef de file ainsi que le nombre de sursouscription des titres impactent le niveau de sous-évaluation des titres lors de l'opération d'introduction en Bourse. Pour Dimovski *et al.* (2011), la relation positive entre la réputation du chef de file et le niveau de sous-évaluation conforte les résultats internationaux de Loughran et Ritter (2004), à savoir que les nouveaux émetteurs sont prêts à s'attacher les services de banques réputées qui proposent aux investisseurs une forte sous-évaluation à la cotation.

Tableau 8 – Travaux empiriques concernant la sous-évaluation et la réputation du chef de file

Auteur(s)	Echantillon	Période	Pays	Variable dépendante Sous-évaluation	Variable indépendante Réputation	Coefficient	Test de significativité Degré de significativité
Beatty et Ritter (1986)	1 028	1977-1982	Etats-Unis	Rté initiale (prix de clôture 1er jour - prix d'offre) ; évolution de part de marché	Part de marché de la banque sur la période (nombre d'opérations en tant que chef de file ou co-chef de file)	Négatif	5%
Johnson et Miller (1988)	962	1981-1983	Etats-Unis	Rentabilité initiale (prix de clôture après 1er jour - prix d'offre)	Variable binaire (prestigieuses, non prestigieuses) Echelle de classement (4 rangs)	Négatif Négatif	5% 5%
Carter et Manaster (1990)	500	1979-1983	Etats-Unis	Rentabilité initiale (prix de clôture après 2 semaines - prix d'offre)	Echelle de classement établie sur la base du rang des banques dans les prospectus (0-9)	Négatif	5%
Megginson et Weiss (1991)	2644	1983-1987	Etats-Unis	Rentabilité initiale (prix de clôture après 1er jour - prix d'offre)	Part de marché (PDM) capitaux levés sur la période	Négatif	1%
Chishty, Hasan et Smith (1996)	599	1979-1984	Etats-Unis	Rentabilité initiale (prix de clôture après 15 jours - prix d'offre)	Mesure Carter et Manaster	Négatif	5%
Carter et Dark (1992)	1212	1979-1983	Etats-Unis	Rentabilité initiale (prix de clôture après 1er jour - prix d'offre)	Mesure Carter et Manaster Mesure Johnson et miller	Négatif Négatif	5% Non significatif
Broye (1998)	298	1983-1996	France	Rentabilité initiale (prix de clôture après 1er jour - prix d'offre)	Variable binaire	Négatif	Non significatif
Carter, Dark et Sigh (1998)	2 292	1979-1991	Etats-Unis	Rentabilité initiale ajustée** (prix de clôture après 1er jour - prix d'offre)	Mesures Carter et Manaster (CM), Johnson et Miller (JM), Megginson et Weiss (MW)	Négatif	1%
Cooney <i>et al.</i> (2001)	3 687 1 209 2 478	1981-1998 1981-1990 1991-1998	Etats-Unis	Rentabilité initiale ajustée** (prix de clôture après 1er jour - prix d'offre)	PDM de la banque sur les douze mois précédant l'IPO	Négatif Négatif Positif	Non significatif 1% Non significatif
Habib et Ljunqvist (2001)	1 376	1991-1995	Etats-Unis	Rentabilité initiale (prix de clôture après 1er jour - prix d'offre)	Mesures Carter et Manaster et Carter et Al.	Positif Négatif	1% (si le choix de la banque est exogène) 1% (si le choix de la banque est endogène)
Chen et Mohan (2002)	733	1990-1992	Etats-Unis	Rentabilité initiale (prix de clôture après 1er jour - prix d'offre)	Mesures Carter et Manaster et Carter et Al.	Négatif / Positif***	5%
Loughran et Ritter (2004)	5 990	1980-2003	Etats-Unis	Rentabilité initiale (prix de clôture après 1er jour - prix d'offre)	Mesure dérivée des mesures de CM et JM	Négatif / Positif*	Non significatif
Chambers et Dimson (2009)	2 547	1917-1986	Grande -Bretagne	Rentabilité initiale (prix de clôture après 1er jour - prix d'offre)	Variable ordinale	Négatif	5% sur la période 1919-1939 Non significatif sur les autres périodes
Kenourgios <i>et al.</i> (2007)	169	1997-2002	Grèce	Rentabilité initiale ajustée** (prix de clôture après 1er jour - prix d'offre)	PDM capitaux levés sur la période	Négatif	1%
Dimovski <i>et al.</i> (2011)	358	1994-1999	Australie	Rentabilité initiale (prix de clôture après 1er jour - prix d'offre)	Nombre d'introductions en Bourse réalisées sur la période PDM capitaux levés sur la période	Positif Positif	5% 1%
Booth <i>et al.</i> (2010)	3 820	1988-2008	Etats-Unis	Rentabilité initiale (prix de clôture après 1er jour - prix d'offre)	Mesure Loughran et Ritter	Négatif	1%

* Négatif sur les périodes 1980-1989 et 2001-2003 ; positif sur les périodes 1990-1998 et 1999-2000.

** Rentabilité initiale ajustée de la variation du marché ou indice.

*** Négatif pour les banques les moins réputées (CM<5) ; positif pour les banques les plus réputées (>8).

Source : Auteur

Nous remarquons que la littérature financière se rapportant au phénomène de sous-évaluation initiale est abondante et que cette anomalie des marchés boursiers est inhérente à toute introduction en Bourse. Les différents résultats empiriques attestent d'une relation significative négative entre la réputation de la banque chef de file et la sous-évaluation initiale.

Parmi les différentes imperfections des marchés boursiers, nous distinguons également le phénomène de sous-performance à long terme. En effet, plusieurs travaux de recherche ont souligné que les entreprises qui enregistrent une décote initiale importante constatent à moyen et long terme des rendements anormalement faibles. Parmi les explications les plus fréquemment avancées, la présence d'une divergence d'intérêts et la recherche de profits rapides débouchant sur des comportements opportunistes. Ainsi, l'inefficience informationnelle a un effet sur la valorisation de l'entreprise émettrice lors de son introduction en Bourse et par conséquent sur le niveau des rendements à moyen et long terme. Dans ce cadre, le recours par l'émetteur aux services d'une banque chef de file réputée peut atténuer les sous-performances constatées à moyen et long terme.

4-2 Réputation de la banque chef de file et sous-performance à long terme

Au-delà des phénomènes de sous-évaluation et de vagues d'introduction en Bourse ou *hot issue market*, il a été observé aux Etats-Unis, dans les années 70, que les entreprises qui s'introduisent en Bourse affichent des contre-performances⁵³ sensiblement plus élevées que les comparables. Ces rentabilités anormales négatives constituent une anomalie au regard de la théorie sur l'efficience des marchés.

Ibbotson (1975) a été le premier auteur à remarquer une relation négative entre les rentabilités initiales observées lors de l'introduction en Bourse et la performance à long terme sur un échantillon d'introductions en Bourse américaines durant la période 1960-1969. Il souligne une performance positive au cours de la première année, une performance négative dans les trois années qui suivent, et une performance générale positive sur cinq ans. L'auteur observe une distribution inégale des rendements, dans un contexte de faiblesse de taille de l'échantillon et d'importance des écarts types, affichant de ce fait un déficit de performance qui est statistiquement non significatif.

⁵³ Nous parlons de contre-performance ou sous-performance lorsque le rendement observé à moyen ou long terme d'une introduction en Bourse est plus faible que celui supposé d'un rendement normal. Ce rendement observé correspond le plus souvent aux rentabilités cumulées pour un portefeuille en achat-conservation (ou *buy-hold*).

Pour leur part, Ritter (1991) et Loughran et Ritter (1995) ont étudié les performances à long terme des introductions en Bourse aux Etats-Unis. Ils remarquent une sous-performance à long terme de 7,4 % par an après trois années d'introduction en Bourse et de 7 % par an après cinq années. Ces auteurs constatent que cette sous-performance est plus sévère pour les firmes introduites en Bourse durant les périodes de *hot markets*. Ceci est interprété comme un choix de l'entreprise émettrice qui désire s'introduire en Bourse à une période où sa valorisation par le marché sera élevée afin de profiter de la « fenêtre d'opportunité ». Ritter (1991) observe, sur la base d'un échantillon de 1 526 introductions en Bourse sur les marchés américains durant la période 1975-1984, une moyenne ajustée de rendement de - 29,1 % après trois ans de cotation. Les jeunes entreprises ainsi que celles qui ont recours au marché à une période marquée par de faibles volumes d'émission affichent des contre-performances élevées, contrairement aux entreprises matures ainsi que celles qui s'introduisent dans des périodes stables en termes de volumétrie. En effet, ces dernières ne présentent pas de dégradation dans la performance à long terme. Ritter (1991) explique cette sous-performance par l'excès d'optimisme des investisseurs qui valorisent l'entreprise à un prix très élevé lors de l'introduction en Bourse, et qui observent à moyen et long terme une correction justifiée.

Loughran et Ritter (1995) confirment les résultats de Ritter (1991). Sur la base d'un échantillon de 4 753 entreprises américaines introduites en Bourse durant la période 1970-1990, les auteurs constatent un rendement moyen de 5 % par an pendant les cinq premières années qui suivent la cotation, contre 12 % pour des entreprises de taille comparable. Ces résultats sont plus prononcés pour les entreprises se situant dans la médiane, à savoir un rendement négatif de 39 %, contre + 16 % pour les entreprises de taille comparable. Loughran et Ritter (1995) estiment les rendements perdus à 39 milliards de dollars, justifiant ainsi le poids économique de la sous-performance.

Parallèlement, plusieurs recherches empiriques sur le marché américain ont relevé des conclusions identiques. Ainsi, Aggarwal et Rivoli (1990) remarquent une contre-performance de - 13,7 % après 250 jours de cotation, pour 1 598 introductions en Bourse sur le marché américain durant la période 1977-1987. De même, Rajan et Servaes (1997) observent durant la période 1975-1987 une rentabilité moyenne de 24 % après cinq années de cotation. Ceci représente une sous-performance de 47 % en comparaison de l'indice NYSE/AMEX et de 41 % par rapport à des entreprises de taille et de secteur comparables. Enfin, Brav et Gompers (1997) examinent les introductions en Bourse réalisées par les

sociétés à capital risque sur la période 1972-1992. Ils observent un rendement anormal moyen de 45 % après cinq années de cotation.

Le phénomène de contre-performance ne se limite pas uniquement au marché américain. En Europe, les résultats sont mitigés puisque nous observons des divergences. En effet, alors que certaines études confirment une dégradation de la performance à long terme, d'autres en revanche montrent une amélioration de la performance. En Allemagne, Ljungqvist (1997) observe une rentabilité négative moyenne de 27,2 % sur un échantillon de 145 introductions en Bourse sur la période 1970-1990. Au Royaume-Uni, Levis (1993) examine les rentabilités après trois années de cotation de 712 firmes émettrices britanniques durant la période 1980-1988 et constate une sous-performance qui varie entre 8,3 % et 23 %, compte tenu du *benchmark* choisi. En Allemagne, Uhlir (1989) remarque une sous-performance de 7,4 % après un an de cotation durant la période 1977-1987. En Suisse, Kunz et Aggarwal (1994) relèvent, pour un échantillon de 42 entreprises introduites entre 1983 et 1989, une sous-performance de 6,1 %. En Finlande, Keloharju (1993) constate une perte de 22,4 % pour l'introduction en Bourse d'une entreprise finlandaise de taille moyenne contre une baisse moyenne de 1,6 % pour le marché. En France, Patrick Sentis (2001) observe, contrairement aux autres pays européens, une rentabilité positive de 29,9 % pour un échantillon de 79 entreprises cotées sur la période 1991-1995. Ce résultat va dans le sens de celui de Degeorge et Derrien (2001) qui constatent l'absence de performances négatives à long terme.

Enfin, Schuster (2003) réalise une comparaison européenne du phénomène de sous-performance. Sur la base d'un échantillon global de 973 entreprises cotées sur la période 1988-1998, il observe des résultats mitigés par pays. En effet, à l'exception de l'Italie, de l'Espagne et de la Suisse, il relève une performance positive des rendements moyens cumulés à la fin de la première année d'introduction en Bourse. Sur le long terme en revanche, soit à la fin de la troisième année, tous les pays enregistrent une performance négative de leurs rendements, avec une forte contre-performance pour les échantillons français, italien et espagnol.

Les explications avancées sur ce phénomène de sous-performance sont nombreuses et contrastées. Les principales théorisés sont :

(1) *L'hypothèse de fenêtre d'opportunité* ou *window of opportunity* : cette hypothèse repose sur le choix du timing de l'opération d'introduction en Bourse. Une forte

surévaluation des titres inciterait les dirigeants de l'entreprise à profiter de la période, caractérisée par le faible coût du capital, pour réaliser de nouvelles émissions. Plusieurs auteurs démontrent empiriquement que l'opération d'émission est planifiée à une période où les opportunités d'investissement sont élevées et où la situation financière de l'entreprise est des plus favorables ;

(2) *L'optimisme des investisseurs et la divergence d'opinions* : lors d'une opération d'émission, il existe deux types d'investisseurs, des optimistes et des pessimistes du fait d'une divergence d'opinion entre ces deux catégories. En effet, les investisseurs ne partagent pas les mêmes anticipations sur la valeur actuelle et future de l'action cotée. Ce principe a été développé par Miller (1977) qui montre qu'il n'y a pas d'homogénéité dans l'anticipation des investisseurs. L'incertitude et la difficulté de réaliser des prévisions sur les performances futures de l'entreprise expliquent la divergence d'opinion sur la valeur de l'action cotée. Lors de l'introduction en Bourse, le nombre de titres offerts est fixe, si bien que les investisseurs servis seront les plus optimistes quant à la valeur de la firme. Au fil de la réception par le marché de l'information sur l'entreprise, ces derniers revoient à la baisse leurs anticipations et engendrent la sous-performance à long terme. Sachant que cette divergence d'opinion est corrélée positivement au risque et à l'incertitude sur la vraie valeur de l'entreprise émettrice, plusieurs modèles ont révélé que la sous-performance était plus forte pour les introductions en Bourse dont l'incertitude *ex ante* était plus importante. Miller (2000) montre que les entreprises qui enregistrent la plus forte sous-performance sont celles qui avaient un historique des opérations très court, un faible chiffre d'affaires, et qui étaient introduites par des banques chefs de file de faible réputation. Ces entreprises sont marquées par une forte volatilité de leurs titres, une forte sous-évaluation au moment de l'émission, et sont cotées dans des Bourses régionales.

(3) *La dégradation des performances opérationnelles à long terme* : Jain et Kini (1994) montrent que les entreprises qui s'introduisent en Bourse présentent des performances opérationnelles supérieures à celles enregistrées par les entreprises comparables, et ce une année avant la date de l'offre. Une fois qu'elles sont cotées, les auteurs observent empiriquement une chute de ces performances, mesurée par le rendement sur actifs et le ratio *cash-flow* d'exploitation rapporté à l'actif. Dès lors, les acteurs du marché pondèrent leurs participations à la baisse, entraînant une diminution des performances boursières. Theo *et al.* (1998) remarquent également que les investisseurs réévaluent la firme émettrice lorsqu'ils s'aperçoivent que les prévisions financières annoncées dans la notice d'information ne sont pas réalisées.

La relation entre le phénomène de sous-performance à long terme et la réputation de la banque chef de file a fait l'objet de plusieurs études empiriques sur le marché américain. Michaely et Schaw (1994), sur la base d'un échantillon de 947 entreprises cotées sur la période 1984-1988, montrent que les introductions en Bourse menées par des banques de forte réputation procurent des rentabilités initiales élevées et une moindre sous-performance à long terme par rapport à des banques de faible réputation. Pour leur part, Carter, Dark et Singh (1998) et Nanda *et al.* (1995) ont montré que la réputation de la banque chef de file est liée à la performance à long terme des introductions en Bourse. Pour ces auteurs, le choix d'une banque réputée reflète la qualité de l'information disponible. Les opérations d'émission menées par des banques de faible réputation présentent une forte divergence d'opinion. En effet, les banques réputées risquent de perdre leur prestige si l'opération de placement échoue, et donc s'abstiennent de s'associer à des entreprises dont le futur est incertain ou dont les résultats sont difficiles à prévoir.

Carter, Dark et Singh (1998) ont analysé les rentabilités enregistrées après trois années de cotation à l'aide des différentes mesures de réputation existantes. Ils remarquent des similitudes avec l'étude de Loughran et Ritter (1994) qui relève une sous-performance annuelle de 7,4 %. En appliquant la mesure de Carter et Manaster, qui est la seule mesure significative par rapport aux autres testées lors de l'analyse multivariée, les auteurs remarquent que la sous-performance à long terme a tendance à diminuer avec le rang de l'introducteur. Dans le même sillage, Chemmanur et Fulghieri (1994) élaborent un modèle où ils précisent qu'il existe deux types d'entreprises : celles à fort potentiel après la cotation et celles à faible potentiel. Les banques introductrices évaluent ces firmes et choisissent celles qu'elles jugent à fort potentiel. De manière empirique, l'entreprise à fort potentiel devrait enregistrer un rendement anormal à long terme positif et l'entreprise à faible potentiel devrait enregistrer un rendement anormal à long terme négatif. Par conséquent, les banques qui s'associeront avec des firmes aux performances à long terme positives devraient valoriser leur réputation et celles qui s'associeront avec des firmes aux performances négatives verront leur réputation entachée.

Pour leur part, Logue *et al.* (2002) examinent la relation entre la réputation du chef de file et les activités de marché réalisées après l'introduction en Bourse. Ils observent que la réputation de l'introducteur est un facteur déterminant dans la réussite de la cotation d'une entreprise émettrice mais constatent une faible significativité avec l'activité de stabilisation des titres après cotation et l'absence de relation avec les rendements observés. Logue *et al.* (2002) remarquent, en revanche, une relation significative entre les activités réalisées par la

banque chef de file après cotation, à savoir les actions de stabilisation, l'exercice de l'option de surallocation des titres et les rendements observés à long terme (3-6-12 mois). Les auteurs concluent que la relation entre la réputation du chef de file et les rendements observés n'est pas directe, mais indirecte à travers l'activité de la banque après la cotation de l'entreprise émettrice.

Plus récemment, Dolvin et Pyles (2006) remarquent, sur un échantillon de 3 190 introductions en Bourse, une relation positive entre la sous-performance à long terme, calculée sur une période de trois ans, et la réputation de la banque chef de file, mesurée à travers la variable de Carter et Manaster (1990). De même, Dong *et al.* (2009) expliquent la sous-performance à long terme par la divergence d'opinion entre les investisseurs et constatent une relation positive entre la réputation de la banque chef de file et la sous-performance des titres sur une période allant de trois à cinq années après la cotation. De même, Carter *et al.* (2010) analysent la sous-performance des titres et les caractéristiques des firmes cotées sur la période 1981-2005. Ils notent une baisse des rendements à long terme au fil des années et une relation positive entre la part des entreprises qui ont fait faillite et la réputation de la banque chef de file.

Enfin, plusieurs auteurs se sont intéressés à l'analyse de ce phénomène de sous-performance à long terme dans des marchés internationaux, à l'image de Khurshed *et al.* (1999) et Wang *et al.* (2004). Khurshed *et al.* (1999) constatent au Royaume-Uni l'absence de relation significative entre la performance des titres ajustée sur trois ans et la réputation de la banque chef de file, alors que Wang *et al.* (2004) observent une relation positive entre ces deux variables sur le marché chinois. Enfin, sur le marché français, Degeorge et Derrien (2001) relèvent également l'absence de relation significative entre la performance à long terme, calculée sur une période de douze à vingt-quatre mois, et le rang de la banque chef de file. Les auteurs remarquent que les introductions en Bourse sous-performent lorsqu'elles sont comparées à celles des entreprises de leur secteur d'activité. En revanche, en comparant les performances des titres de ces introductions en Bourse avec celles de portefeuilles constitués d'entreprises comparables, la sous-performance disparaît.

Tableau 9 – Travaux empiriques concernant la sous-performance à long terme et la réputation de la banque chef de file

Auteur(s)	Echantillon	Période	Pays	Variable dépendante Sous-performance à long terme*	Variable indépendante Réputation	Coefficient	Test de significativité Degré de significativité
Michaely et Shaw (1994)	947	1984-1988	Etats-Unis	Performance LT ajustée (2 ans)	Capital de la banque d'investissement	Positif	1%
Carter, Dark et Singh (1998)	2 292	1979-1991	Etats-Unis	Performance LT ajustée (760 jours)	Mesures Carter et Manaster, Johnson et Miller, Megginson et Weiss	Positif	1%
Khurshed <i>et al.</i> (1999)	240	1991-1995	Royaume-Uni	Performance LT ajustée (3 ans)	Mesure Part de marché du chef de file	Négatif	ns
Evan Thomas (2000)	1 011	1994-1995	Etats-Unis	Performance LT ajustée (3 ans)	Mesure Carter et Manaster	Positif	ns
Logue <i>et al.</i> (2002)	1 475	1988-1995	Etats-Unis	Performance LT ajustée (1 - 2 ans)	Mesure Carter et Manaster	Positif	ns
Degeorge et Derrien (2001)	243	1991-1998	France	Performance anormale cumulée et portefeuille de comparaison	Rang de l'intermédiaire dans la notice d'information	Négatif	ns
Wang <i>et al.</i> (2004)	944	1990-2001	Chine	Performance LT ajustée (3 ans)	Mesures Carter et Manaster, Megginson et Weiss	Positif	1%
Dolvin et Pyles (2006)	3 190	1986-2000	Etats-Unis	Performance LT (3 ans)	Mesures Carter et Manaster, Loughran et Ritter	Positif	1%
Dong et Michel (2009)	6 994	1982-2005	Etats-Unis	Performance LT ajustée (3-5 ans)	Mesures Carter et Manaster, Loughran et Ritter	Positif	1%
Carter, Dark et Sapp (2010)	6 686	1981-2005	Etats-Unis	Performance LT ajustée (5 ans)	Mesures Carter et Manaster, Ritter, Carter et Manaster ajustée	Positif	1% (1981-1990) ; 10% (1991-2005)

* Deux méthodes de calcul de la sous-performance sont généralement utilisées : celle des rentabilités anormales cumulées (Cumulative Abnormal Return) et celle des rentabilités anormales composées (Buy-and-Hold Return)

Source : Auteur

Les interprétations du phénomène de sous-performance à long terme des titres sont diverses. Nous avons dressé une revue de littérature non exhaustive sur ce phénomène et relevons que deux thèses principales se dégagent, à savoir le timing de l'opération d'introduction en Bourse et le sur-optimisme des investisseurs. Si la première anomalie des marchés boursiers, à savoir le phénomène de sous-évaluation des titres, n'est pas contestée dans la littérature financière, la sous-performance à long terme fait l'objet de nuances et n'est pas vérifiée empiriquement dans certains pays.

Nous avons vu dans la première section que l'introduction en Bourse représente un coût pour l'entreprise émettrice. En effet, l'entreprise candidate à la cotation subit des coûts directs liés aux différentes phases de l'introduction en Bourse (pré-introduction, introduction, post-introduction) mais aussi des coûts indirects comme la décote initiale accordée aux investisseurs. Dans ce cadre, nous présentons ci-dessous les principaux travaux de recherche se rapportant aux coûts d'introduction en Bourse et leur relation avec la réputation de la banque chef de file et la sous-évaluation des titres à la cotation.

4-3 Réputation de la banque chef de file et coûts d'introduction en Bourse

Un élément déterminant pour un émetteur candidat à l'introduction en Bourse dans le choix d'une banque chef de file réside dans le coût facturé par cette dernière. En contrepartie de ce coût, cet intermédiaire financier va se charger de l'évaluation de l'entreprise, de la fixation du prix d'offre, du marketing de l'opération, de la collecte des ordres et du placement des titres. La banque chef de file est chargée également, dans beaucoup de cas, de la garantie de bonne fin de l'opération. Ainsi, sa rémunération correspond à un pourcentage des capitaux levés par l'entreprise émettrice.

Dans la littérature financière, Beatty et Ritter (1986) ont été les premiers à examiner les retombées initiales des introductions en Bourse sur les banques chefs de file. Ils montrent que, lorsque l'émission est mal évaluée, les coûts liés à la réputation entraînent une diminution de la valeur de marché de la banque chef de file. A cela s'ajoutent les coûts additionnels directs liés à la stabilisation des prix et à la responsabilité légale de l'intermédiaire-introducteur. Une année plus tard, Ritter (1987) s'intéresse aux coûts d'introduction en Bourse supportés par les entreprises selon le type de contrat signé entre l'émetteur et la banque chef de file. Ritter (1987) constate que le coût des introductions en Bourse réalisées par une mise à disposition directe du public est supérieur au coût des introductions réalisées par des contrats de prise ferme. Les coûts fixes sont comparables

pour les deux types de contrat, toutefois le coût lié à la sous-évaluation est beaucoup plus important pour les entreprises cotées selon des contrats de mise à disposition directe du public.

Selon Baron (1982), la sous-évaluation peut s'analyser comme une sorte de rémunération pour les banques chefs de file qui mettent à disposition de leurs clients les informations supplémentaires dont ils disposent sur l'état de la demande et qui engagent des coûts de marketing pour placer les titres. Pour leur part, Chemmanur et Fulghieri (1994) remarquent, à partir de leur modèle, que les banques à forte réputation facturent des commissions élevées et disposent de revenus importants par rapport aux banques à faible réputation. Plus la banque chef de file dirige des opérations de grande taille, plus sa réputation est reconnue, et plus elle exige une rémunération élevée. En effet, dans la négociation des commissions de direction, la banque chef de file va avoir un ascendant sur la firme émettrice et va justifier sa rémunération par sa compétence. Enfin, Nanda et Yun (1997) montrent que, dans le cas des introductions en Bourse qui affichent des rentabilités initiales faibles, les banques chefs de file subissent une perte significative de leur valeur de marché en raison des coûts de stabilisation des titres qui impactent le « capital réputationnel » de la banque.

L'étude du modèle optimal de participation d'une banque chef de file lors d'une introduction en Bourse a été réalisée par Bae *et al.* (1999). Sur la base d'hypothèses testables concernant les variables ayant une influence sur le degré de participation d'une banque, les auteurs concluent que les frais attribués au syndicat bancaire influencent significativement la banque chef de file dans son choix des mandats d'émission. En utilisant plusieurs mesures de réputation, ils remarquent que les banques les plus réputées facturent des commissions moins élevées que les banques non réputées. Ce résultat n'est pas observé par Dereeper (1999) sur le marché boursier français. Celui-ci, dans son analyse de l'influence du chef de file sur les coûts d'émission, remarque l'absence de relation significative entre la réputation de l'introducteur et les commissions facturées.

Pour sa part, l'étude de Chen et Ritter (2000) demeure une référence dans la compréhension de la problématique de rémunération des banques chefs de file. Les auteurs relèvent des conclusions fort intéressantes démontrant la collusion tacite des banques d'investissement par rapport au taux de rémunération des opérations d'émission. En effet, Chen et Ritter (2000) observent, sur la base d'un échantillon de 1 111 entreprises introduites en Bourse aux Etats-Unis sur la période 1995-1998 et ayant levé des capitaux compris entre 20 et 80 millions de dollars, le paiement exact de 7 % de commissions au

syndicat bancaire pour plus de 90 % des opérations. Alors que dans les marchés asiatiques et européens, les frais de syndicat bancaire s'établissent en moyenne autour de la moitié des frais constatés aux Etats-Unis, Chen et Ritter (2000) montrent qu'au Etats-Unis, les frais de syndicat bancaire sont des coûts fixes, facturés au taux de 7 % par les banques d'investissement. Les auteurs mettent ainsi en lumière la fréquence suspecte d'un taux de rémunération de 7 % des capitaux levés, amenant ces derniers à émettre l'hypothèse d'une collusion tacite entre les banques sur le marché des introductions en Bourse aux Etats-Unis. Cette entente entre les banques américaines a eu pour conséquences des poursuites judiciaires contre 27 intermédiaires financiers pour entrave à la concurrence et des enquêtes judiciaires pour conspiration entre les banques dans la fixation de leurs frais.

Chen et Ritter (2000) observent que les coûts du syndicat bancaire sont au-dessus des niveaux concurrentiels aux Etats-Unis pour les opérations d'émission dont les capitaux levés dépassent les 30 millions de dollars. Le niveau élevé des frais du syndicat ainsi que son établissement à 7 % se justifie par la stratégie de tarification appliquée par les banques d'investissement. En effet, même si ces dernières opèrent de manière indépendante, les frais de syndicat bancaire moyens sont au-dessus des niveaux qui doivent être observés dans un marché concurrentiel. Les auteurs expliquent cela par les caractéristiques du marché des mandats d'émission aux Etats-Unis, l'importance de la couverture par les analystes financiers, l'importance des recommandations à l'achat ainsi que l'importance de la réputation de l'intermédiaire-introducteur.

L'idée d'un *spread* normatif est remise en cause par Hansen (2001) qui doute de cette collusion, expliquant que la fréquence des 7 % est une résultante de la concurrence et donc un niveau optimal de rémunération contractuelle. Sur un échantillon de 4 000 introductions en Bourse réalisées entre 1980 et 1998, les résultats invalident l'existence de collusion entre les intermédiaires financiers. En France, Chahine (2002) ne remarque pas d'effet de collusion entre les banques chefs de file sur un échantillon de 200 entreprises introduites en Bourse sur les seconds et les nouveaux marchés entre 1996 et 2000, bien que la rémunération moyenne perçue par les intermédiaires soit de l'ordre de 7,2 %. L'auteur relève une relation négative entre les commissions facturées et la taille de l'opération mais n'observe pas de lien significatif entre la réputation du chef de file et le *spread* facturé.

Dans le même sillage, Torstila (2001) va examiner la structure des commissions attribuées à un syndicat bancaire sur un échantillon de 4 186 entreprises américaines cotées entre 1990 et 1999. A l'image du taux observé de 7 % de frais de syndicat bancaire,

Torstila (2001) part du principe qu'il existe un contrat standard et une répartition des frais entre 20 % de commissions de direction, 20 % de commissions de garantie et 60 % de commissions de placement. Il observe une hausse de 10 % à 36 % de la proportion des introductions en Bourse dont la structure des commissions suit la règle des 20/20/60, sur la période 1990-1999. Toutefois, sur la base des régressions effectuées, Torstila (2001) relève qu'il existe des variations significatives par rapport à ces pourcentages standards. Les résultats montrent clairement la relation entre les commissions de placement et la totalité des frais de syndicat bancaire décaissés lors d'une opération d'introduction en Bourse. L'auteur explique ce résultat par le différentiel d'économies d'échelle lors de la direction ou la garantie d'une émission, à l'opposé de son placement. De même, le pouvoir de négociation de la banque chef de file impacte fortement le montant de ces commissions de placement. En effet, plus les frais attribués au syndicat sont élevés, plus le banquier chef de file aura du mal à convaincre les banques de faire partie du syndicat en raison de la faible proportion des commissions de placement par rapport à l'ensemble des frais, ce qui incitera ce dernier à augmenter cette proportion pour s'assurer de la réussite de l'opération. Concernant la relation entre les frais de syndication bancaire et la réputation de la banque chef de file, l'auteur n'observe pas de relation significative entre ces deux variables.

Certains travaux de recherche ont montré que le coût d'introduction en Bourse, qu'il soit direct ou indirect, ainsi que la réputation de la banque chef de file sont des décisions effectuées conjointement, l'analyse de l'un sans l'autre créant des biais d'estimation. Nous distinguons à ce sujet les travaux de Chen et Mohan (2002) montrant que les frais du syndicat bancaire représentent une tarification explicite du risque lors d'une introduction en Bourse, et remarquant une corrélation significative avec le niveau de sous-évaluation. Ils observent des niveaux élevés de sous-évaluation et de frais de syndicat bancaire pour les entreprises émettrices de faible qualité. Sur la base d'un système d'équations simultanées, Chen et Mohan (2002) relèvent que les opérations qui justifient des niveaux de sous-évaluation très élevés présentent également des niveaux de rémunération du syndicat bancaire très importants. Pour les banques de réputation moyenne, la rémunération du syndicat impacte négativement le degré de sous-évaluation, révélant une relation de substitution. Pour les banques de faible et forte réputation, la sous-évaluation impacte positivement le niveau de rémunération du syndicat, indiquant une relation complémentaire.

Dans un autre registre, Fernando, Gatchev et Spindt (2005) supposent dans leur modèle que le *spread* facturé lors de l'introduction en Bourse est le résultat d'un marchandage

entre émetteurs et banques chefs de file et qu'il ne détermine pas la relation entre ces deux intervenants. Les implications empiriques du modèle montrent que les entreprises émettrices décidant d'augmenter leur capital quelques années après l'introduction en Bourse voient le montant des commissions facturées ou pourcentage de *spread* diminuer avec la réputation de la banque chef de file.

Pour leur part, Fields, Fraser et Bhargava (2003) comparent les coûts d'introduction en Bourse pratiqués par les banques commerciales et les banques d'investissement. Les auteurs considèrent que le coût total de syndication que supportent les banques en contrepartie du risque encouru comporte la marge brute et la sous-évaluation. La marge brute représente la compensation directe du syndicataire alors que la sous-évaluation représente une forme indirecte de compensation. Sachant que la plupart des introductions en Bourse se négocient à un *spread* qui varie entre 7 et 8 %, les auteurs s'attendent à ce que le total de la compensation se reflète dans les différences au niveau de la sous-évaluation. Les résultats empiriques montrent que les coûts de syndication sont plus faibles pour les banques commerciales, alors que très peu de différence est relevée dans les *spreads*, que pour les banques d'investissement. Ceci s'explique par les faibles écarts dans les économies d'échelle des deux types de syndicataire.

Enfin, Corwin et Schultz (2005), dans leurs analyses de la structure et du rôle du syndicat bancaire, révèlent que la composition d'un syndicat bancaire de grande taille n'est pas sans coût supplémentaire pour l'émetteur. Sachant que les commissions bancaires doivent être partagées avec les membres du syndicat, la banque chef de file est souvent réticente à l'idée de constituer un syndicat de grande taille sans facturer une commission additionnelle. Empiriquement, Corwin et Schultz (2005) observent une relation positive entre les commissions facturées, la taille de l'opération et le nombre de banques constituant le syndicat bancaire, ainsi qu'une relation négative entre le *spread* facturé et la réputation de la banque chef de file.

Sur le plan international, plusieurs articles de recherche ont comparé les coûts d'introduction en Bourse sur les différents marchés internationaux. Nous citons, à ce titre, les conclusions de Kaserer et Schiereck (2006) qui montrent que les frais payés aux membres du syndicat bancaire s'élèvent à 3,6 % pour Euronext *vs* 6,5 % pour le New York Stock Exchange et 7,0 % pour le Nasdaq. Kaserer et Schiereck (2006) affirment que les coûts d'introduction en Bourse diminuent avec la taille de l'opération d'émission sur l'ensemble des marchés boursiers et confirment la règle des 7 % de *spread* dans les

marchés boursiers américains. En effet, les auteurs remarquent sur le New York Stock Exchange que, dans un tiers des émissions, les frais du syndicat bancaire s'établissent à 7 %. Par ailleurs, les commissions attribuées au syndicat bancaire s'établissent à 7 % dans 87 % des introductions en Bourse sur le Nasdaq, confirmant ainsi la prévalence de ce taux dans les banques d'investissement américaines.

Dans le même sillage, Oxera (2006) effectue une comparaison des coûts d'introduction en Bourse dans les marchés boursiers britanniques (*Main Market* et *Alternative Investment Market-AIM*), européens (Euronext et Deutsche Börse) et américains (NYSE et Nasdaq). Il remarque que les coûts pratiqués aux Etats-Unis diffèrent de ceux des autres marchés boursiers. En effet, sur la base d'un échantillon d'entreprises introduites entre 2003 et 2005, les coûts du syndicat bancaire s'établissent en moyenne à 6,5 % sur le NYSE et 7 % sur le Nasdaq, alors que ces frais s'élèvent seulement à 3,3 % pour le *Main Market*, à 4 % pour l'AIM et à 1,8 % pour Euronext.

Tableau 10 – Travaux empiriques concernant la relation entre le coût d'introduction en Bourse et la réputation du chef de file

Auteur(s)	Echantillon	Période	Pays	Variable dépendante	Variable indépendante	Test de significativité	
				Coût d'émission ou spread	Réputation	Coefficient	Degré de significativité
Bae et Al. (1999)	225	1977-1987	Etats-Unis	Spread (%)	Mesures Carter et Manaster ; PDM des IPO de l'année	Négatif	ns
Dereeper (1999)	140	1989-1997	France	Spread (%)	Mesure binaire (taille annuelle des émissions dirigées)	Positif et Négatif	ns
Chahine (2000)	200	1996-2000	France	Spread (%)	Mesure PDM (capitaux levés et nombre d'IPO réalisé)	Positif	ns
Torstila (2001)	4 186	1990-1999	Etats-Unis	Commissions de direction (%), de garantie (%) et de placement (%)	Mesure Carter et Manaster	Positif (com. direction et garantie) ; Négatif (com. placement)	ns
Hansen (2001)	3 237	1980-1998	Etats-Unis	Spread (%)	Mesure Carter et Manaster	Positif	1%
Ang et Brau (2002)	334	1981-1996	Etats-Unis	Coûts d'émission	Mesure Carter, Dark et Singh	Positif	ns
Chen et Mohan (2002)	733	1990-1992	Etats-Unis	Spread (%)	Mesure Carter et Manaster	Positif	1%
Fernando <i>et al.</i> (2003)	13 059	1970-2000	Etats-Unis	Spread (%)	Mesure Megginson-Weiss	Négatif	1%
Corwin et Shultz (2005)	2 146	1997-2002	Etats-Unis	Spread (%)	Mesure Carter et Manaster	Négatif	ns
Ahn <i>et al.</i> (2007)	433	2000-2006	Corée	Commissions de placement (% et montant)	Fréquence des IPO / an ; PDM / an	Positif	ns
Cook et Lee (2007)	1 038	1997-2001	Etats-Unis	Commissions de direction (%), de garantie (%) et de placement (%)	Mesure Carter et Manaster ajustée (Ritter)	Négatif (com. Direction et garantie) ; Positif (Com. Placement)	5%

Source : Auteur

Tableau 11 – Coûts d'introduction en Bourse sur les principaux marchés internationaux

	Taille de l'échantillon	Capitaux levés bruts moyens (mEuros)	Moyenne des coûts d'émission totaux	Moyenne des frais du syndicat bancaire
Deutsche Börse				
Tous les marchés	148	187,2	8,30%	4,60%
Prime/General	54	321,4	7,50%	
Neuer Market	75	134,3	8,60%	
Entry Standard	19	14,7	9,50%	
London Stock Exchange				
Tous les marchés	300	137,1	12,60%	3,60%
Main Market	164	216,1	8,90%	
AIM	136	41,7	17,00%	
Euronext				
Tous les marchés	106	252,2	7,60%	4,80%
Eurolist	66	398,9	7,00%	
Alternext	40	10,2	8,50%	
NYSE				
Toutes les capitalisations	342	439,1	7,70%	6,10%
Capitalisations 0-100 mEuros	44		10,10%	6,90%
Capitalisations > 100 mEuros	298		7,40%	6,00%
NASDAQ				
Toutes les capitalisations	1 069	98,3	9,50%	6,90%
Capitalisations 0-100 mEuros	784		10,10%	7,00%
Capitalisations > 100 mEuros	285		8,00%	6,70%
Hong-Kong Stock Exchange				
Tous les marchés	334	125,8	14,60%	3,00%
Main Board	202	196,1	10,90%	2,10%
GEM	132	18,4	20,30%	3,30%

Conclusion de la section II

La banque chef de file joue un rôle majeur dans la préparation et la mise en œuvre d'une opération d'introduction en Bourse. Véritable conseiller de l'entreprise émettrice, elle met son expertise et sa réputation en jeu afin de permettre à cette dernière d'accéder aux marchés financiers. Son rôle de certification est un garde-fou et sa responsabilité est engagée à l'égard des investisseurs et de l'entreprise émettrice. Nous montrons que les responsabilités de la banque chef de file sont multiples et qu'elles ne sont pas uniformes à l'échelle internationale. Outre l'application stricte des règles édictées par l'autorité de régulation locale, la banque désignée par l'émetteur doit orienter ce dernier dans le choix du marché de cotation, de la procédure d'introduction en Bourse et de la fixation du prix d'offre. Sur ce dernier point, la banque chef de file joue un rôle majeur car les investisseurs ne peuvent avoir confiance en une valorisation fixée par l'entreprise émettrice elle-même. Parallèlement, les rôles de la banque chef de file lors d'une introduction en Bourse sont multiples : organisateur, coordinateur des différents conseils de l'émetteur, chef d'orchestre, autant de qualificatifs qui renseignent sur l'importance de cet intermédiaire financier dans la réussite des introductions en Bourse.

Nous relevons également que les critères de sélection de la banque chef de file sont multiples et varient selon les circonstances. Les critères de réputation, de relationnel et de surface financière ne sont pas cumulativement exigés par l'émetteur mais augmentent les chances de la banque d'être désignée en tant que chef de file par l'émetteur. Nous remarquons que les travaux empiriques relatifs au choix de la banque chef de file sont établis sur des bases théoriques différentes. Pour la majorité des auteurs, le choix de l'émetteur et de la banque chef de file n'est pas mutuel ; pour d'autres, il ne s'agit pas d'une sélection unilatérale mais d'un choix réciproque. En effet, les mandats d'introduction en Bourse sont basés sur des accords mutuels où l'émetteur et la banque chef de file œuvrent pour que leurs intérêts coïncident.

La syndication apparaît également comme un élément déterminant dans la réussite de ce type d'opération. En effet, les raisons du recours à un syndicat bancaire sont multiples, parmi lesquelles la répartition du risque de l'émission, la certification additionnelle, la couverture plus large pour le placement des titres ainsi que le suivi plus important des analystes financiers avant et après la cotation. Nous remarquons ensuite que les modalités de constitution et la structure des syndicats bancaires sont différentes selon les marchés boursiers internationaux. Enfin, la littérature financière se rapportant à ce sujet ne s'est

développée que durant la dernière décennie, les études empiriques sur ce thème étant peu nombreuses et portant majoritairement sur les marchés boursiers américains. Parmi les principales conclusions, nous relevons que la taille d'un syndicat bancaire est conditionnée par l'hypothèse de révélation d'information et la présence de hasard moral. Nous relevons également la nécessité pour l'émetteur de constituer un syndicat de grande taille lorsque le montant des capitaux à lever est important, lorsque la capacité de placement des banques sélectionnées est limitée et lorsque la base des investisseurs est large. Parallèlement, l'hypothèse de certification et la réputation de la banque chef de file sont très liées et considérées comme des critères essentiels dans la constitution d'un syndicat bancaire. En effet, ces deux facteurs ne valent que par la reconnaissance par les investisseurs de la compétence du chef de file.

Nous notons ensuite que la dimension de réputation de la banque chef de file est un facteur important pour l'entreprise émettrice. Nous montrons que cette réputation est liée à la perception qu'ont les tiers d'un agent économique et que ses principaux piliers sont la confiance et la crédibilité. Sur ce sujet, les mesures de réputation utilisées dans les travaux empiriques sont nombreuses, la plus utilisée étant celle de Carter et Manaster (1990) ainsi que sa mise à jour par Loughran et Ritter (2004). Nous constatons que la réputation de la banque chef de file permet d'atténuer les anomalies observées sur le marché boursier, en l'occurrence la sous-évaluation initiale ainsi que la sous-performance à long terme. En effet, les travaux empiriques montrent que la réputation de la banque chef de file permet de réduire les problèmes de sélection adverse et de hasard moral, et donc de réduire l'asymétrie d'information liée à l'introduction en Bourse. Nous relevons également l'impact positif de la réputation dans la réduction de l'incertitude sur la valeur réelle de l'émetteur ainsi que la relation négative entre la réputation du chef de file et la sous-évaluation initiale. Par ailleurs, cette relation est statistiquement significative sur plusieurs marchés boursiers internationaux, à l'image de la France, du Canada ou de la Grande-Bretagne. Concernant la sous-performance des titres à long terme, la littérature financière montre que les interprétations de ce phénomène sont diverses et que des nuances sont à relever au regard des résultats empiriques. Enfin, nous constatons que les banques chefs de file les plus réputées exigent des commissions élevées. Disposant d'un ascendant par rapport à l'émetteur, elles vont justifier leur niveau de rémunération par leurs compétences.

Deuxième chapitre

Etude de cas et démarche qualitative

Section I : Etude de cas de l'introduction en Bourse d'EDF.....	141
Section II : Démarche qualitative	185

Section I – Etude de cas de l'introduction en Bourse d'EDF

Nous avons présenté dans le chapitre précédent les différents aspects théoriques et empiriques relatifs à la préparation de l'entreprise lors d'une opération d'introduction en Bourse. Nous avons montré que l'émetteur est confronté à plusieurs problématiques, à savoir l'existence d'asymétries d'information entre les différents intervenants, la nécessité de constituer un syndicat bancaire afin d'assurer le succès de l'introduction en Bourse ainsi que la délicate mission de sélection de la banque chef de file. Nous avons relevé que les fonctions de certification et de réputation du chef de file sont les gages de la réussite du placement des titres auprès des investisseurs. Enfin, nous avons mis en exergue l'hypothèse de réputation du chef de file et son rôle dans la réduction des anomalies des marchés boursiers tels la sous-évaluation initiale, la sous-performance à long terme et le coût de l'opération.

Ces différents constats offrent des perspectives intéressantes et nous incitent à comprendre ces éléments d'un point de vue plus concret. Pour cela, nous présentons dans un premier temps les enseignements de deux introductions en Bourse majeures réalisées sur le marché américain, à savoir Microsoft et Google, et relevons quelques conclusions allant dans le sens des hypothèses et théories développées dans la littérature financière. Dans un deuxième temps, nous étudions le cas d'une opération d'introduction en Bourse française, en l'occurrence Electricité de France, entreprise cotée sur le marché français en 2005. Le choix de cette entreprise se justifie pour deux raisons principales, à savoir la taille de l'introduction en Bourse et la dimension internationale de l'émission. L'opération de cotation d'EDF constitue la plus grosse introduction en Bourse réalisée sur Eurolist durant les huit dernières années. Nous tentons d'analyser en profondeur les caractéristiques de cette opération eu égard aux différents éléments de littérature et théories traités précédemment. Nous essayons de comprendre les mécanismes d'émission sur le marché boursier français et la vérification des résultats empiriques observés outre-Atlantique.

Ainsi, nous présentons tout d'abord les raisons de l'introduction en Bourse d'EDF, puis nous étudions de façon exhaustive l'émission à travers l'analyse des caractéristiques de l'opération et de la procédure de cotation. Nous mettons en avant les différents points de négociation liés à la valorisation de l'entreprise ainsi qu'à la fixation du prix d'offre, puis nous analysons la composition du syndicat bancaire et le choix des banques chefs de file. Nous nous intéressons également à l'analyse du parcours boursier du titre après cotation,

que nous illustrons par l'activité de stabilisation du titre menée par les banques garantes de l'opération.

Nous choisissons l'étude de cas car celle-ci est une méthodologie qualitative descriptive utilisée comme un outil pour interpréter un élément spécifique dans un phénomène complexe. Il s'agit d'une étude approfondie d'un ou plusieurs objets de recherche, permettant d'acquérir une connaissance vaste et détaillée de ces derniers. L'étude de cas se base sur l'idée que si nous étudions avec attention toute unité d'un certain univers, nous serons dans les conditions de connaître quelques aspects généraux de celui-ci, ou du moins nous aurons une perspective qui orientera une recherche postérieure. Sachant que l'étude de cas est souvent critiquée pour sa subjectivité ou son pseudo-scientifisme, nous réalisons au niveau de la section II de ce chapitre une étude qualitative. Il s'agira, sur la base de la théorie et de la recherche empirique présentées au niveau du premier chapitre et des interrogations soulevées dans l'étude de cas, de réaliser plusieurs interviews avec des banques chefs de file et des entreprises émettrices introduites sur le marché boursier français.

Avant d'effectuer l'étude de cas se rapportant à l'introduction en Bourse d'EDF, nous présentons les enseignements de deux travaux de recherche sur l'analyse des introductions en Bourse de Microsoft et Google. En effet, Kent Daniel (2002), dans son examen des résultats empiriques de Loughran et Ritter (2002), présente le cas de l'introduction en Bourse de Microsoft dans lequel nous relevons des conclusions intéressantes qui confortent les différentes théories avancées dans la revue de littérature, principalement celles se rapportant aux hypothèses de maximisation de la richesse des actionnaires et de sous-évaluation initiale des titres. Pour sa part, Mingsheng Li (2005) analyse le cas de l'introduction en Bourse de Google et vérifie également les hypothèses de maximisation de la richesse des actionnaires et des conditions de marché ou *hot IPO period*. Il met l'accent sur l'originalité de la procédure d'introduction en Bourse, le timing de l'opération et sur les différents points de négociation liés à la fixation du prix d'offre.

1- Illustration de l'introduction en Bourse de Microsoft

Microsoft est une multinationale informatique américaine, introduite en Bourse le 13 mars 1986. Les deux banques chefs de file désignées par l'entreprise, en l'occurrence Goldman Sachs et Alex Brown & Sons, ont joué un rôle majeur dans la réussite et le dénouement de cette introduction en Bourse. Le leadership et la réputation de Microsoft, représenté principalement par son manager Bill Gates, ont pesé de tout leur poids dans le renforcement du pouvoir de négociation de l'émetteur face au syndicat bancaire, notamment dans la détermination de la fourchette de prix et du pourcentage de décote à accorder aux investisseurs lors de la cotation. Ainsi, malgré une proposition par le syndicat bancaire d'une fourchette de prix de 17-20 \$, les principaux actionnaires, en l'occurrence Bill Gates et Paul Allen qui détenaient plus de 65 % de l'entreprise, insistèrent pour déposer auprès de l'autorité boursière américaine une notice d'information préliminaire mentionnant une fourchette de prix de 16-19 \$. La baisse d'un dollar par rapport à l'offre des banquiers s'expliquait par la volonté de l'émetteur de garantir la réussite de l'opération à travers un cours minimum de 16 \$, suffisamment attractif pour intéresser l'ensemble des investisseurs. Par ailleurs, la valorisation de Microsoft sur la base d'un cours de 20 \$ était jugée excessivement élevée par les dirigeants de la société puisque la capitalisation boursière de la compagnie allait dépasser le demi-milliard de dollars.

Après un *road show* d'une semaine entamé dans huit villes américaines en vue de promouvoir l'opération d'introduction en Bourse, la banque d'affaires Goldman Sachs, banque leader dans les mandats d'émission à cette date, a proposé trois jours avant l'émission de fixer un prix d'offre se situant entre 20 et 21 \$, anticipant une ouverture à 25 \$. Le sondage des investisseurs lors du *road show* avait permis de constater que le carnet d'ordres était d'une qualité sans précédent avec des investisseurs de renom et que la transaction pouvait s'exécuter à ce niveau de prix. En outre, la tendance haussière du marché durant le premier trimestre de cette année-là (le Dow Jones évoluait de 1 511,7 points en décembre à 1 714,0 points le 28 février, soit une performance de 13,4 %) a incité le syndicat bancaire à revoir le prix d'offre. Ce dernier semblait dès lors conscient de la fenêtre d'opportunité qui se présentait et qui permettrait à Microsoft de bénéficier d'une meilleure cotation. En effet, l'opération allait se dérouler à un moment où le marché boursier américain était dans une tendance haussière, marquée par des niveaux de valorisation élevés, période qualifiée de *hot period*. Les actionnaires cédants de Microsoft, désireux de maximiser leurs revenus, proposèrent alors au syndicat bancaire une fourchette

de prix de 21-22 \$, refusant de céder 4 \$ aux clients de Goldman Sachs. La cession des titres à ce niveau de prix leur permettait ainsi de gagner plus de 15 millions de dollars. La banque d'affaires, soucieuse de la réussite du placement des titres et de la participation d'investisseurs de qualité, a estimé que la fixation du prix d'offre à un dollar au-dessus de la fourchette de prix proposée allait pénaliser le titre, dans le sens où les investisseurs de qualité pourraient se défaire du titre, pensant que l'action était surévaluée. Ainsi, cette surestimation conduirait les investisseurs restants à considérer que le titre ne présentait plus d'intérêt, voire de potentiel, à ce niveau de prix.

Cette réaction du banquier introducteur de freiner les ambitions du management, à savoir la fixation du cours au-dessus de la fourchette de prix, trouve son origine dans l'importance des asymétries d'information entre investisseurs. En effet, comme l'ont démontré Rock (1986), Beatty et Ritter (1986), Benveniste et Spindt (1989), la présence d'investisseurs informés et non informés, habituels ou occasionnels, exige de l'émetteur de réduire le prix d'émission afin d'inciter les investisseurs qui ne bénéficient pas d'information privilégiée à continuer à investir sur le marché des introductions en Bourse. Ainsi, la décote initiale, ou prime d'émission consentie aux investisseurs non informés, permet de contrebalancer les asymétries d'information qu'ils subissent.

Par conséquent, les deux parties prenantes sont arrivées à un compromis, à savoir la fixation d'une fourchette de prix de 20-22 \$, avec comme conditions imposées par l'émetteur à la banque chef de file d'informer les investisseurs que le prix cible était de 21 \$ et de lui rapporter le nom des investisseurs qui risquaient de ne plus être intéressés par le titre. Après quelques jours, six gros investisseurs de Boston ont menacé de se retirer du carnet d'ordres mais la hausse du Dow Jones, trois jours avant l'introduction en Bourse, de 2,5 % ainsi que le succès de l'introduction en Bourse d'Oracle à travers une ouverture à 19,25 \$ pour un prix d'offre de 15 \$ étaient des présages favorables à la hausse du titre Microsoft après cotation. Ainsi, plus de la moitié des investisseurs qui comptaient se retirer du carnet d'ordres ont décidé de rester en jeu, poussant l'émetteur et le syndicat bancaire à fixer un prix d'offre de 21 \$. Le jour suivant, Microsoft s'introduisait en Bourse et ouvrait à un prix de 25,75 \$ pour clôturer à 27,75 \$.

Cet exemple illustre parfaitement le phénomène de sous-évaluation observé lors d'une opération d'introduction en Bourse. En effet, les banques et l'émetteur savaient pertinemment qu'en fixant un prix d'offre à 21 \$, ils offraient aux investisseurs une décote de 4-5 \$ puisque, lors du sondage des acheteurs potentiels, le prix du marché anticipé était de 25 \$. Le management de Microsoft était parfaitement conscient que cette sous-

évaluation allait permettre de transférer la richesse des actionnaires actuels aux clients des banques, mais la forte asymétrie d'information existant entre les investisseurs lui a naturellement fait prendre conscience du danger de fixer un prix d'offre élevé. En effet, la participation d'investisseurs de qualité dans le carnet d'ordres avait en soi un effet de certification de l'émission, ce qui plaçait ces derniers en forte position de négociation du prix d'offre. Ceci dénote l'impact de la décote initiale dans la réussite d'une introduction en Bourse, confirmant les conclusions de Loughran et Ritter (2002) selon lesquelles les émetteurs qui acceptent de perdre de l'argent à travers la sous-évaluation initiale sont conscients du gain qui sera réalisé après la cotation, ce qui en définitive place ces derniers dans une position de bénéficiaire puisqu'ils maximisent leur richesse *ex post*.

2- Illustration de l'introduction en Bourse de Google

L'introduction en Bourse de Google est riche en enseignements puisqu'elle vérifie également les hypothèses de maximisation de la richesse des actionnaires et des conditions de marché ou *hot IPO period*. A ceci s'ajoute l'originalité de la procédure d'introduction en Bourse de cette entreprise, à savoir la méthode des enchères, par opposition à la méthode classique du *bookbuilding*⁵⁴. Une analyse clinique de l'introduction en Bourse de Google est apportée par Mingsheng Li (2005) qui soulève les problématiques rencontrées par les acteurs d'une introduction en Bourse, à savoir : (1) le timing de l'introduction en Bourse de Google a-t-il été conditionné par l'état général du marché boursier ou par le dynamisme du marché des mandats d'émission à cette période ? (2) la rentabilité du marché ainsi que l'information collectée durant la phase d'enregistrement ont-elles affecté les décisions de l'émetteur quant au prix d'offre à fixer et la quantité de titres à émettre ? (3) les actionnaires pré-IPO ont-ils tiré avantage de l'information fournie lors de la phase de construction du carnet d'ordres et ont-ils ajusté la quantité de titres à céder sur le marché secondaire ? (4) la méthode des enchères a-t-elle permis d'élargir la base d'investisseurs ou a-t-elle plutôt engendré une valorisation supérieure qui, au final, a profité aux actionnaires de l'entreprise ?

L'introduction en Bourse de Google en 2004 intervient après une période marquée par l'absence d'introduction en Bourse de valeurs technologiques pendant plus de trois ans. En

⁵⁴ La méthode du *bookbuilding* est le processus d'introduction en Bourse le plus répandu dans le monde. Il est de plus en plus critiqué, notamment parce qu'il accorde un pouvoir très important aux banques qui choisissent non seulement le prix d'offre mais également les types d'investisseurs auxquels seront cédés les titres.

effet, l'éclatement de la bulle Internet ainsi que la tendance baissière des marchés durant ces années ont dissuadé les candidats de s'introduire en Bourse. Pourtant, le premier semestre 2004 semblait marquer le retour en grâce des valeurs technologiques puisque plusieurs sociétés des secteurs NTIC ont manifesté leur regain d'intérêt pour les marchés boursiers. Toutefois, la déprime du marché boursier américain au mois de juillet (- 7,8 % de contre-performance en un mois) a incité plusieurs candidats à la cotation durant le semestre à repousser, voire annuler leur opération. Ceux qui ont maintenu leur projet de cotation, à l'image de Google, ont dû réduire significativement leur fourchette de prix pour pouvoir accéder au marché.

Une année avant l'introduction en Bourse de Google, le management de la compagnie a multiplié les actions visant à donner à la marque Google une certaine notoriété et l'image d'un groupe aux activités diversifiées et capable de challenger ses principaux concurrents, principalement Yahoo et Microsoft. Ainsi, Google a procédé durant l'année 2003 à l'achat de plusieurs sociétés et au lancement de nouveaux produits qui ont permis au moteur de recherche d'atteindre une taille critique en vue d'anéantir toute tentative d'absorption par ses concurrents, notamment Microsoft. Le premier semestre 2004 marqua le lancement de la phase officieuse de pré-introduction puisque le management de Google commença, à travers des sorties médiatiques, à véhiculer la politique d'innovation du moteur de recherche ainsi que la valeur de ses fondateurs. La réputation de Google étant déjà établie, les dirigeants de l'entreprise étaient désireux, à travers cette introduction en Bourse, non seulement de permettre une certaine mobilité du capital telle que décrite par Zingales (1995) et Mello et Parsons (2000), mais également d'accroître la notoriété de l'entreprise telle que relatée par Brau *et al.* (2003). Il s'agissait aussi pour l'émetteur de lever des fonds pour financer l'acquisition de services web supplémentaires mais surtout d'augmenter son capital afin de pouvoir faire face à la concurrence. Toutefois, une introduction en Bourse présente également des inconvénients, tels la perte de confidentialité ou le coût de l'opération. Campbell (1979) montre que ce type d'opération engage l'entreprise émettrice à diffuser de l'information sur son activité, sa stratégie ainsi que sur ses perspectives. Dans ce contexte, Google s'est vu contraint par le règlement de la *Securities and Exchange Commission* d'annoncer son introduction en Bourse en même temps que ses résultats financiers avant le 30 avril, afin de bénéficier des effets positifs des résultats sur le titre qui allait être coté quelques mois plus tard. En ce qui concerne le coût de l'opération, Ritter (1991), Pagano *et al.* (1998) ont montré l'existence de coûts directs tels que les frais d'enregistrement, la rémunération du syndicat bancaire, des avocats et des commissaires

aux comptes et ont révélé un consensus de rémunération de 7 % vérifié empiriquement. Mais ils ont rapporté également des coûts indirects tels la décote initiale et les coûts de stabilisation. Pour Google, la procédure d'introduction en Bourse à travers un système d'enchères et non de *bookbuilding* a considérablement réduit les frais de l'opération qui se sont établis à 1,8 % contre une moyenne de 6-7 % communément admise. La faiblesse de ces frais s'explique par l'absence des commissions de placement, étant donné que la vente des titres se fait en ligne.

Le choix de la vente par enchères par opposition au *bookbuilding* s'explique par la volonté du management de favoriser la participation de l'ensemble des investisseurs, principalement les particuliers. Tous les investisseurs déposent leurs offres d'achat mentionnant le prix et la quantité de titres qu'ils désirent acquérir. Avec ce processus d'introduction en Bourse, le prix et la quantité de titres distribuée sont déterminés en fonction des mécanismes de l'offre et de la demande. L'ensemble des offres collectées va permettre de fixer le meilleur prix d'introduction du titre, amenant ainsi à choisir ou rejeter les offres dont le montant est supérieur ou inférieur à ce prix. A l'image d'une procédure d'enchères classique, ce sont les plus offrants qui seront les mieux récompensés avec pour critère principal le prix. Les dirigeants de Google tentent par cette procédure de diminuer le pouvoir des banques chefs de file qui généralement, dans une procédure classique, cherchent à profiter des réflexes spéculatifs du marché en introduisant les entreprises à des cours très bas et à favoriser certains investisseurs au détriment d'autres. D'un autre côté, cette méthode est privilégiée par le management car elle permet aux actionnaires historiques de céder leurs titres en retirant le meilleur prix possible, et donc de maximiser le produit de la vente de leurs actions. Dans leur travail empirique sur l'application de la méthode des enchères, Degeorge *et al.* (2010) montrent, sur la base d'un échantillon de 19 entreprises introduites en Bourse selon cette procédure sur la période 1999-2007, que les banques exercent un lobbying auprès des émetteurs afin de les convaincre que la méthode des enchères est risquée. En observant le comportement des investisseurs et la qualité de l'information qu'ils révèlent, les auteurs remarquent que la présence des institutionnels est majoritaire *via* ce type d'introduction en Bourse et que la demande pour les titres est très élastique en raison de la révélation d'informations importantes par les investisseurs institutionnels, compensant de ce fait la présence des *free riders*⁵⁵. Enfin, il est constaté que ces institutionnels qui révèlent l'information sont

⁵⁵ Un *free rider* ou « passager clandestin » est un investisseur dont l'intérêt est que les autres investisseurs de sa catégorie fassent collectivement une opération à laquelle il ne participe pas à titre individuel mais dont il

récompensés par l'obtention d'une plus grande part dans les opérations qui dégagent des rentabilités initiales élevées.

Dans l'introduction en Bourse de Google, les règles d'évaluation et d'attribution des titres ne sont pas fixées à la discrétion de l'émetteur et du banquier chef de file, et les offres faites par les investisseurs sont des engagements fermes d'achat et non des indications sur les intentions d'achat à l'image de la procédure de *bookbuilding*. Ainsi, le 26 juillet 2004, Google annonce les modalités de son introduction en Bourse, à savoir la mise en vente de 24,6 millions de titres équivalant à 10 % de l'entreprise, pour un prix de vente situé entre 120 et 135 \$. Cette fourchette de prix est considérée par les analystes de la place comme surévaluée par rapport à la valeur fondamentale de l'entreprise. Il faut dire que les actionnaires de Google jugeaient que les conditions du marché boursier étaient réunies pour permettre la cotation de leur entreprise à ces niveaux de cours. En effet, les indices boursiers étaient sur une tendance haussière depuis plus d'un an avec un NYSE en hausse de 26 % et un S&P 500 en hausse de 34,6 %. Le volume des opérations d'introduction en Bourse était donc plus élevé durant le quatrième trimestre 2004 que durant le premier trimestre, ce qui nous laisse penser que l'émetteur était désireux de s'introduire en Bourse dans une période de *hot market*, où les conditions de marché sont réunies pour assurer une forte évolution du titre après cotation. Dans ce cadre, Benveniste *et al.* (2002), Ljungqvist et Yu (2003) ainsi que Lowry et Schwert (2002) ont vérifié empiriquement que, dans un contexte de rentabilités élevées du marché boursier, les opérations d'introduction en Bourse abondent. En effet, l'information collectée par l'émetteur et les banquiers chefs de file durant le processus de collecte des ordres d'achat impacte l'évaluation de la firme émettrice mais également le volume des mandats d'émission à venir.

Profitant des conditions de marché favorables et désireux de faire participer le plus grand nombre d'investisseurs afin de s'assurer du succès de l'opération, Google ouvre officiellement les enchères sur son titre le 13 août, pour trois jours durant lesquels le système d'achat va se baser sur une adjudication à la hollandaise⁵⁶. Au terme de cette

profite pleinement. Dans le cadre des IPO, il s'agit d'investisseurs qui n'ont aucune information à révéler mais qui profitent de celle des autres acteurs.

⁵⁶ L'adjudication à la hollandaise est un système d'enchères datant du XII^e siècle. Sur le marché boursier, les investisseurs potentiels vont faire des offres fermes pour un nombre d'actions donné et un prix fixé. Durant cette période, aucune information liée à la quantité et au montant des offres ne sera dévoilée. Au terme de cette période, les gérants vont sélectionner les meilleures offres suivant la quantité d'actions disponibles. Le prix payé sera le prix indiqué par la personne lors de la période d'enchère, et non pas une moyenne pondérée des différentes offres.

période, le moteur de recherche demande l'autorisation d'entrée en Bourse à la *Securities and Exchange Commission*. Cependant, la violation le 13 août par les co-fondateurs de la période de silence ou *quiet period*⁵⁷ à travers la publication d'une interview dans le magazine *Playboy* contraint la SEC à ordonner le 17 août le report de l'opération. En effet, l'article donnait au lecteur des informations sur la politique interne de Google, allant à l'encontre du règlement de la SEC, autorité de contrôle américaine qui impose une période de silence durant laquelle les entreprises émettrices n'ont pas le droit de diffuser des informations autres que celles contenues dans leurs prospectus.

Le 18 août 2004, soit un jour avant la date de cotation, Google annonce la réduction du nombre de titres à céder à 19,6 millions ainsi que la révision de la fourchette de prix à la baisse, soit 85-95 \$ contre 120-135 \$ fixés précédemment. La révision à la baisse des titres concerne principalement les actions secondaires⁵⁸ qui ont baissé de 11,6 millions à 5,5 millions, les actions primaires demeurant quant à elles au même niveau, soit 14,1 millions. Cette baisse du nombre d'actions à céder s'explique par le renoncement des deux fonds d'investissement, qui détiennent 9 % du capital de l'entreprise, à vendre plus de 2 millions de titres mais aussi par la révision à la baisse de la quantité de titres à céder par les deux co-fondateurs. Au final, le 19 août, Google est coté en Bourse en bas de fourchette à un prix de 85 \$. Dans ces conditions, quels sont les éléments qui expliquent la fixation du prix d'offre en bas de fourchette ainsi que la baisse de la proportion des titres cédée par les actionnaires existants, et ce à la veille de la cotation ?

Un premier élément de réponse se trouve dans la théorie de l'ajustement partiel des prix ou *partial adjustment of offer price*. En effet, plusieurs auteurs tels que Benveniste et Spindt (1989) et Hanley (1993) montrent que les banques chefs de file collectent de l'information auprès des investisseurs, principalement sur la valeur espérée ainsi que sur la demande potentielle sur le titre à émettre, et ajustent le prix d'offre en conséquence. Ainsi, la décote initiale récompense ces banques chefs de file pour l'information privée révélée durant le processus de *bookbuilding*. Pour les auteurs, l'ajustement du prix d'offre par

⁵⁷ Une spécificité des IPO américaines est la *quiet period* ou *waiting period*. Durant une période qui s'étend de trente jours avant l'introduction à vingt-cinq jours après cette dernière, l'entreprise émettrice a l'interdiction de communiquer auprès du public et des institutionnels. Le 29 juin 2005, le gendarme de la Bourse américaine, la SEC, a adopté un assouplissement de cette règle. Ainsi, les émetteurs sont autorisés à communiquer des informations supplémentaires en ligne et pourront donner des interviews à la presse ; pour leur part, les grandes entreprises seront autorisées à faire la publicité de leurs titres.

⁵⁸ Dans une introduction en Bourse, les *secondary shares* ou actions secondaires (par opposition aux *primary shares* ou actions primaires) renvoient aux actions existantes cédées aux investisseurs. Cette cession provient généralement des actionnaires existants.

rapport à la fourchette initiale révèle l'information privée des investisseurs et est positivement lié à la décote initiale. Dans le cas de Google, nous remarquons que l'entreprise émettrice a déposé à la SEC la notice d'information le 9 avril, réalisant ainsi neuf amendements avant la rédaction du prospectus final comprenant la fourchette de prix et la quantité définitive de titres à céder. Il y a lieu de noter que, dans les quatre premiers documents fournis, à savoir la notice d'information initiale et les trois amendements successifs, ne figurait que le montant maximal global proposé de l'offre, soit 2,7 milliards de dollars. Ce n'est qu'à la veille de la première séance de cotation que le dernier amendement publié a mentionné la révision à la baisse du prix d'offre et du nombre de titres à céder. En l'absence d'information révélée durant la procédure des enchères, les multiples amendements réalisés montrent que Google a précisé dès le départ le montant maximal des capitaux à lever avant de décider du prix d'offre et du nombre d'actions émises. La réduction du nombre de titres offerts et la cotation en bas de fourchette montrent aussi que la fourchette de prix initiale était surévaluée. Enfin, la révélation d'information négative pendant la période d'enregistrement est également associée à la détérioration des conditions de marché. En effet, à partir de la date de diffusion du prospectus initial le 29 avril 2004 jusqu'à la diffusion du dernier amendement, la rentabilité de l'indice NYSE et du S&P 500 a baissé respectivement de 1,8 % et 3,1 %. Ceci dénote l'impact négatif des conditions du marché boursier sur les investisseurs, affectant de ce fait les décisions de l'émetteur lors des opérations d'introduction en Bourse.

Le deuxième élément de réponse réside dans l'hypothèse de maximisation de la richesse des actionnaires cédants, telle que développée par Brau *et al.* (2006) et Ang et Brau (2003). En effet, les entreprises candidates à l'introduction en Bourse désirent être cotées au prix d'offre le plus élevé possible, et ce afin de réduire le montant de la décote initiale accordée aux investisseurs. Les auteurs montrent l'existence d'une relation négative entre le montant de la décote initiale et le pourcentage de titres cédés par les actionnaires existants par rapport au total des actions offertes. Toutefois, la vente des titres par les dirigeants ou employés d'une entreprise ou *insider selling*⁵⁹ est considérée en soi comme un signal négatif adressé aux investisseurs, indiquant que les titres sont surévalués. Ang et Brau (2003) montrent que les actionnaires cédants réalisent des actions préméditées afin de maximiser leur richesse. En effet, afin de réduire le signal négatif du *insider selling*,

⁵⁹ L'*insider selling* correspond à la cession des titres par le management et les employés de l'entreprise émettrice. Si la cession de faibles parts de titres est communément admise, la cession de quantités de titres élevées est quelquefois interprétée par les investisseurs comme un signal négatif, considérant que ces personnes cédantes ont connaissance d'informations négatives sur le futur de l'entreprise.

ces derniers sous-estiment le nombre d'actions qu'ils vont céder dans le prospectus initial et utilisent des procédés moins apparents pour révéler le véritable nombre d'actions qui sera offert. A titre d'exemple, les actionnaires ajustent la proportion des actions secondaires et primaires de manière stratégique, et non la quantité de titres offerte lors de l'opération. Ils profitent également de l'information nouvelle révélée durant la procédure de *bookbuilding* et durant la phase de marketing de l'opération. Par conséquent, si l'évaluation par les investisseurs de l'entreprise candidate est plus élevée que celle attendue par l'émetteur, les actionnaires cédants augmentent (réduisent) la part d'actions secondaires (primaires) pour encaisser leurs actions surévaluées. *A contrario*, si le prix proposé par les investisseurs est inférieur à celui des actionnaires cédants, c'est-à-dire sous-évalué en raison d'une demande du marché plus faible, ces derniers réduisent la part d'actions secondaires et augmentent la part des actions primaires dans l'offre finale.

Dans le cas de l'introduction en Bourse de Google, il n'y a pas d'indication claire que le management ait réalisé des stratégies pour réduire la proportion de titres primaires vs secondaires. Le nombre d'actions secondaires s'établissait le 26 juin à 10,5 millions, pour augmenter d'un million le 9 août et finalement s'établir à 5,5 millions de titres. Le nombre d'actions primaires est resté stable durant tous les amendements pour s'établir à 14,1 millions. Toutefois, la réduction de la part d'actions secondaires la veille de la cotation du titre montre que les actionnaires cédants ont tiré avantage de l'information collectée pendant la phase d'enregistrement. Ces derniers ont réduit de moitié la quantité de titres à céder lorsqu'ils se sont aperçus que la fourchette de prix finale, à savoir 85-95 \$ ne correspondait pas à leurs attentes initiales, à savoir un prix d'offre variant entre 108 et 135 \$. Ceci nous laisse penser que la procédure d'enchères a révélé de l'information négative sur la valorisation de l'entreprise.

Le 19 août 2004, Google est coté en Bourse en bas de fourchette, sur la base d'un prix d'offre de 85 \$. A la suite des premières minutes de cotation, le titre GOOG augmente de 15 % pour s'établir à 98 \$ et à 100,3 \$ en fin de journée, en hausse de 18 %. Considéré comme une valeur refuge par les investisseurs, le titre poursuit son *trend* haussier pour franchir le cap des 180 \$ début décembre, conforté par la publication de résultats trimestriels en croissance. Ainsi, le moteur de recherche double sa capitalisation boursière en l'espace de quelques mois, passant de 23,1 milliards de dollars en août à plus de 50 milliards de dollars en fin d'année. Si nous analysons l'évolution du cours durant la première journée, nous observons que celui-ci a affiché un bond de 18 %, ce qui signifie que cette décote initiale a profité aux investisseurs qui ont vu leurs titres augmenter de

manière significative, au détriment des actionnaires cédants de l'entreprise qui ont dû « laisser sur la table » plus de 82 millions de dollars (nombre de titres secondaires x (100-85 \$)). Cette perte aurait été plus conséquente si la quantité de titres cédée par les actionnaires n'avait pas été révisée à la baisse un jour avant la cotation. Les actionnaires cédants auraient alors laissé sur la table plus de 170 millions de dollars. Toutefois, si nous prenons uniquement les titres retirés la veille de la cotation (6,1 millions), nous remarquons que ceux-ci sont valorisés lors de la première journée de cotation à 100 \$ au lieu de 85 \$, soit une plus-value latente de 91,5 millions de dollar, qui vient donc compenser largement l'impact de la sous-évaluation constatée au premier jour.

Cet exemple illustre parfaitement le phénomène de sous-évaluation observé lors des introductions en Bourse ainsi que l'importance des montants « laissés sur la table » tels que décrits par Loughran et Ritter (2002). En effet, les auteurs constatent, sur la base de leur échantillon, une rentabilité anormale de 14 % au premier jour et plus de 9 millions de dollars « laissés sur la table » par un émetteur lors d'une introduction en Bourse. Loughran et Ritter (2002) montrent que les émetteurs ne s'inquiètent pas de l'importance de la décote initiale car leur richesse s'accroît lorsque le titre évolue de manière positive en Bourse et car cette évolution compense largement la perte subie suite à la sous-évaluation.

En conclusion, nous constatons que l'introduction en Bourse de Google illustre parfaitement certaines théories et hypothèses avancées dans la littérature financière sur les introductions en Bourse. En effet, cet exemple révèle que l'entreprise émettrice cherche à profiter des conditions du marché boursier et du dynamisme du marché des mandats d'introduction en Bourse pour planifier son opération. Nous vérifions également l'hypothèse de maximisation de la richesse des actionnaires ainsi que l'hypothèse de révélation d'information. Enfin, la compensation par les actionnaires cédants entre le montant de la décote initiale et la valorisation des titres secondaires après cotation montre que ceux-ci font des arbitrages et ne s'inquiètent pas de l'importance de l'argent « laissé sur la table ».

3- Etude de cas : L'introduction en Bourse d'Electricité de France

Nous nous sommes intéressé à l'étude de l'introduction en Bourse d'EDF pour deux raisons principales : (1) cette opération constitue la plus grosse introduction en Bourse réalisée sur le compartiment A d'Eurolist durant ces huit dernières années (cf. tableau 12) ; (2) il s'agit d'une entreprise française de dimension internationale dont l'opération va nous permettre de comprendre les mécanismes d'émission sur le marché boursier français et de vérifier les théories et résultats empiriques observés outre-Atlantique. Nous allons tout d'abord présenter les caractéristiques de cette opération d'introduction en Bourse afin de comprendre les différents concepts y afférents. Pour cela, nous exposons dans un premier temps les raisons ayant motivé la cotation d'EDF, puis nous analysons les différents points de négociation, à savoir la valorisation de l'entreprise et la fixation du prix d'offre, la constitution du syndicat bancaire et le choix de la banque chef de file. Enfin, nous présentons le parcours boursier du titre après cotation ainsi que l'activité de stabilisation pratiquée par les banques garantes de l'opération.

Cette étude de cas va nous permettre de vérifier les différentes hypothèses et théories relatives aux opérations d'introduction en Bourse afin de comprendre les rapports qui régissent les relations entre l'émetteur et le banquier chef de file lors de l'attribution des mandats d'introduction en Bourse.

Tableau 12 - Introductions en Bourse françaises sur le compartiment A d'Eurolist

	Emetteur	Secteur d'activité	Compartiment	Prix de l'action	Taille de l'opération (million euros)
02/12/2009	CFAO	Distribution	Compartiment A	26,0	806,0
23/10/2007	BUREAU VERITAS	Services	Compartiment A	37,75	1 078,0
04/04/2007	REXEL	Distribution	Compartiment A	16,50	1 015,0
06/12/2006	NATIXIS	Banque d'investissement	Compartiment A	19,55	4 853,1
25/10/2006	NEUF CEGETEL	Services	Compartiment A	22,08	911,0
15/06/2006	AEROPORTS DE PARIS	Transport	Compartiment A	44-45	1 400,0
06/04/2006	LEGRAND SA	Equipements électroniques et électriques	Compartiment A	19,75	1 036,0
06/12/2005	IPSEN	Pharmacie	Compartiment A	22,2	349,4
02/12/2005	EUTELSAT	Télécommunications	Compartiment A	12	860,0
18/11/2005	EDF	Electricité	Compartiment A	32-33	7 450,0
11/10/2005	MERCIALYS	Foncier	Compartiment A	18,1	230,0
07/07/2005	GDF SUEZ	Gaz	Compartiment A	23,2-23,4	4 569,0
23/03/2005	SANEF	Concessionnaire d'autoroute	Compartiment A	40-41	900,0
25/11/2004	APRR	Concessionnaire d'autoroute	Compartiment A	40,5-41,5	1 335,0
21/10/2004	NEXITY	Promotion immobilière	Compartiment A	17,9	272,0
08/07/2004	PAGES JAUNES	Médias	Compartiment A	14,1-14,4	1 442,9
07/07/2004	BIOVERIEUX	Equipements et services de santé	Compartiment A	30,0	345,0
18/06/2004	SNECMA	Equipementier	Compartiment A	15,6-15,7	1 157,3
31/01/2004	ILIAD	Logiciels et Services informatiques	Compartiment A	16,3	104,3

Source : NYSE Euronext

3-1 Raisons de l'opération d'introduction en Bourse

Le groupe Electricité de France est un énergéticien présent sur les secteurs de la production, du transport, de la distribution, de la commercialisation et du négoce d'énergies. Il constitue le premier parc de production énergétique européen, le premier parc de production nucléaire dans le monde ainsi que le premier fournisseur d'électricité en France. En 2005, les indicateurs d'activité de l'électricien présentaient une situation financière favorable avec un chiffre d'affaires de 51 milliards d'euros, une marge opérationnelle de 15,7 % et un résultat net de 3,2 milliards d'euros. Engagée dans un programme d'investissement ambitieux avec pour objectif le lancement de nouvelles centrales en France et en Europe, l'entreprise publique finançait un programme d'investissement annuel de 5 milliards d'euros, principalement par le recours à la dette. Ainsi, fin 2005, l'opérateur accusait un endettement important atteignant 35,3 milliards d'euros, soit un *gearing* de 182,5 %.

Evoluant dans un contexte économique marqué par le renforcement de la compétition entre producteurs et fournisseurs d'énergie, avec la volonté de consolider le leadership au niveau national et un désir d'affirmation au niveau européen, le groupe Electricité de France s'était engagé dans un projet industriel ambitieux sur la période 2006-2010. Face à une augmentation de la demande d'électricité induisant des besoins croissants en investissement dans de nouvelles capacités de production, face à un environnement sociétal à l'écoute des questions de développement durable avec pour objectif la production d'énergie propre à un prix compétitif, l'électricien français était acculé à augmenter ses fonds propres afin de financer son plan industriel. Ainsi le projet industriel, nécessitant un budget d'investissement de 40 milliards d'euros, devait permettre au groupe français de renforcer sa position européenne au niveau de l'énergie et de saisir toutes les opportunités liées à l'ouverture du marché de l'électricité en France et en Europe. Les axes majeurs de ce projet de développement visaient à conforter la compétitivité et la puissance du parc de production, le développement de nouvelles offres dans le gaz et dans les services énergétiques et le renforcement des positions du groupe à l'international. En effet, Electricité de France est le premier énergéticien de la zone euro avec plus de 36 millions de clients, le premier distributeur au Royaume-Uni, le deuxième énergéticien en Italie et le troisième opérateur en Allemagne. Ainsi, le produit net de l'opération d'introduction en Bourse avait pour objectif de renforcer la flexibilité financière du groupe à travers une

baisse significative de l'endettement mais également de disposer de capitaux propres suffisants pour permettre à l'électricien français de financer ses investissements futurs.

La réputation du groupe français étant déjà établie, les principales raisons d'introduction en Bourse d'EDF étaient la nécessité de lever des capitaux pour financer le développement de l'entreprise mais également la volonté de l'actionnaire principal, en l'occurrence ici l'Etat qui détenait 100 % du capital de la société, de percevoir le produit de cession. En effet, ce dernier avait initié plusieurs actions de privatisation depuis le début de l'année 2005, à travers l'ouverture du capital de Gaz de France, le projet de vente des participations détenues dans les sociétés d'autoroute et dans France Télécom ainsi que la privatisation partielle d'EDF. Ces opérations avaient permis à l'Etat de disposer de ressources financières importantes pour financer son désendettement, alimenter le fonds de réserve des retraites et recapitaliser les entreprises publiques.

L'accès au marché de capitaux pour financer la croissance, à l'image d'EDF, est considéré dans la littérature financière comme la principale raison motivant les décisions d'introduction en Bourse. En effet, le sondage d'émetteurs sur les raisons d'introduction en Bourse par ordre d'importance a permis à Ransley (1984) de relever que ces entreprises ont levé des capitaux pour s'assurer des perspectives de croissance externe (44 %), pour financer le développement organique (44 %) et pour rembourser des emprunts contractés (12 %). De même, Pagano *et al.* (1998), à travers leurs travaux empiriques réalisés sur le marché boursier italien, constatent que les capitaux levés permettent, par ordre d'importance, de réaliser des opérations d'acquisition, de renforcer la structure financière de l'entreprise et d'accroître les programmes d'investissement.

Tableau 13 – Principaux indicateurs financiers d'Electricité de France

Millions Euro	Données financières pré-IPO				Données financières post-IPO		
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Chiffre d'affaires	48 359,0	44 919,0	46 788,0	51 047,0	58 932,0	59 637,0	64 279,0
Excédent Brut d'exploitation	10 907,0	11 282,0	11 854,0	13 010,0	12 956,0	14 397,0	12 499,0
Marge brute d'exploitation (%)	22,6	25,1	25,3	25,5	22,0	24,1	19,4
Résultat d'exploitation	4 791,0	5 989,0	7 012,0	7 993,0	9 356,0	9 991,0	7 911,0
Marge d'exploitation (%)	9,9	13,3	15,0	15,7	15,9	16,8	12,3
Résultat net	481,0	857,0	624,0	3 230,0	5 600,0	5 609,0	3 400,0
Marge nette (%)	1,0	1,9	1,3	6,3	9,5	9,4	5,3
Dépenses d'investissement	5 914,0	4 963,0	4 940,0	5 168,0	5 935,0	7 490,0	9 703,0
Flux de trésorerie	3 018,0	1 525,0	2 734,0	3 510,0	4 280,0	-347,0	-4 374,0
Total Bilan	144 775,0	146 900,0	149 531,0	171 136,0	179 086,0	186 149,0	200 288,0
Total Endettement	29 542,0	29 604,0	25 787,0	35 252,0	28 142,0	19 348,0	28 584,0
Total Capitaux Propres	13 883,0	18 924,0	8 436,0	19 313,0	23 309,0	27 210,0	23 058,0
ROA (%)	0,3	0,6	0,3	2,0	3,2	3,1	1,7
ROE (%)	3,5	5,2	4,6	23,3	26,3	22,2	13,5
Nombre d'employés	171 995,0	163 694,0	156 152,0	161 560,0	156 524,0	158 640,0	155 931,0
Valeur de l'entreprise	-	-	-	75 300,0	109 895,9	148 483,0	84 654,7
Bénéfice par action	0,3	0,5	0,4	2,0	3,1	3,1	1,9
Dividende par action	0,0	0,0	0,2	0,8	1,2	1,3	1,3

Source : Thomson Reuters Knowledge

L'introduction en Bourse d'Electricité de France a nécessité plusieurs pré-requis indispensables compte tenu de la nature juridique de l'entreprise, de son actionnariat, mais également du poids de l'opérateur dans son rôle de pourvoyeur de mission de service public. Tout d'abord, la nature juridique d'EDF, à savoir le statut d'Etablissement public à caractère industriel, était à revoir. La transformation en société anonyme en novembre 2004, soit une année avant l'opération, était une obligation afin de permettre l'ouverture du capital à des tiers. Le changement de la réglementation comptable avec le passage aux normes IFRS (International Financial Reporting Standards) au 1^{er} janvier 2005 a conduit l'entreprise à modifier le mode de financement de son régime de retraite. En effet, l'adossement au régime public a réduit significativement le montant des provisions pour retraites constatées au passif et a ainsi amélioré la structure financière de l'entreprise. En outre, la taille importante des engagements hors bilan de l'électricien a obligé le management à réduire certains de ces engagements, principalement ceux liés à sa participation dans la société Edison en Italie, d'un montant de 3 milliards d'euros.

Il y eut également la nécessité pour l'Etat de conserver la majorité du capital directement ou indirectement, compte tenu de l'importance de l'énergie en tant que matière première d'intérêt général. C'est dans ce cadre, et afin de satisfaire aux exigences des syndicats et ouvriers de l'entreprise, qu'un contrat de mission de service public a été signé par l'Etat avec EDF, dans lequel les pouvoirs publics affirmaient leurs engagements quant à la poursuite des investissements, le maintien d'une évolution des tarifs qui ne dépasse pas l'inflation et la construction de centrales de production nécessaires à la sécurité de l'approvisionnement. Ainsi, la nature de l'opération d'introduction en Bourse, à savoir une augmentation de capital réservée aux tiers et salariés et non une cession d'actions, permettait à l'entreprise de renforcer ses fonds propres et de bénéficier de moyens supplémentaires pour financer son développement, contrairement à une cession d'actions où l'Etat aurait perçu le produit de la cession. En effet, dans la littérature financière, plusieurs auteurs tels Brau et Fawcett (2006) et Zingales (1995) ont vérifié empiriquement que, dans une introduction en Bourse par cession d'actions, les actionnaires sortants cherchent à céder leurs parts afin d'encaisser le produit de cession, un bénéfice qu'ils essaient de maximiser à travers la fixation d'un prix d'offre supérieur dans le but d'optimiser leur richesse.

Le choix de l'introduction en Bourse par émission d'actions nouvelles au lieu de l'émission par cession d'actions, est étroitement lié au comportement de l'actionnaire d'origine. Si dans le cas d'EDF, le texte de loi prévoyait que l'Etat conserve 70 % du

capital d'EDF, il aurait pu mettre en vente les 30 % d'actions restantes comme il avait le plus couramment procédé durant les privatisations passées. Certes, l'électricien était engagé dans un projet d'investissement très coûteux mais l'Etat semblait conscient de l'importance de garder une part de capital conséquente afin de profiter de la hausse du cours et de tirer avantage de la valorisation d'EDF post-cotation. Pour preuve, le cours de l'action cotée valait 67 euros deux ans plus tard, soit le double du prix de cotation. Il y a lieu de rappeler que les privatisations ou introductions en Bourse d'entreprises détenues majoritairement par l'Etat sont souvent de bonnes opérations pour l'actionnaire individuel car ces dernières sont fréquemment dans des situations de monopole, ce qui est perçu positivement par les investisseurs et procure par conséquent des rentabilités financières élevées.

Plusieurs auteurs se sont intéressés à cette problématique du comportement des actionnaires existants lors des opérations d'introduction en Bourse. Habib et Ljungqvist (2001) sur le marché américain ainsi que Pagano *et al.* (1998) sur le marché italien montrent empiriquement que les actionnaires d'origine cèdent en moyenne 6 à 7 de leurs actions et que les actions nouvelles émises représentent 50 % des actions initiales. Le facteur explicatif majeur des cessions d'actions par les actionnaires d'origine est l'absence d'opportunités de croissance pour l'entreprise mais également les conditions du marché financier. En effet, Pagano *et al.* (1998) révèlent que beaucoup d'entreprises s'introduisent en Bourse après une période de forte croissance et de performances, cette opération étant suivie de désinvestissement et de performances moins élevées, les actionnaires d'origine étant alors tentés de céder leurs titres.

Sur un autre volet, les raisons qui ont poussé l'actionnaire principal à réaliser l'introduction en Bourse étaient les conditions du marché qui étaient favorables cette année-là. En effet, l'opération d'introduction en Bourse de Gaz de France cinq mois plus tôt avait été un franc succès, avec le placement de plus de 3 millions de titres aux particuliers et un produit de cession pour l'Etat de 2,1 milliards d'euros. Il faut dire que l'envolée du prix après cotation, avec une rentabilité initiale au premier jour de 22,8 % et une stabilisation jusqu'à la fin d'année dans une fourchette de 24-29 euros, soit un niveau largement au-dessus du prix d'offre, à savoir 23,2 euros, a aiguisé l'appétit de l'Etat. Ce dernier considérait dès lors que l'introduction en Bourse d'EDF durant cette période de *hot market* était une opportunité à saisir. A travers l'opération de GDF, l'Etat a pu se désendetter, financer le programme d'innovation industrielle et satisfaire aux besoins

financiers d'autres établissements publics. Ceci démontre que la motivation de cotation de l'entreprise était aussi d'ordre politique et économique.

L'hypothèse du timing de l'opération d'émission ou « fenêtre d'opportunité » est vérifiée empiriquement dans la littérature financière. En effet, Ibbotson et Jaffe (1975) et Sentis (2004) montrent l'existence d'un phénomène de regroupement des introductions en Bourse dans le temps et par secteur d'activité. Ce phénomène intervient généralement dans un contexte d'euphorie des marchés où la valorisation par les investisseurs est élevée, c'est-à-dire en période de *hot market*. Durant cette période, la sous-évaluation des entreprises émettrices est importante, ce qui incite les actionnaires propriétaires à avoir un comportement opportuniste en profitant de l'engouement des investisseurs pour s'introduire en Bourse. Dans le même sillage, Loughran et Ritter (1995) vérifient empiriquement la relation directe entre le timing de ces « fenêtres d'opportunité » et la rentabilité anormale à long terme.

3-2 Caractéristiques de l'opération et procédure de cotation

Le groupe EDF a demandé l'admission aux négociations sur l'Eurolist d'Euronext Paris (compartiment A) de l'ensemble des actions composant le capital de la société, y compris les actions nouvelles à émettre dans le cadre de l'opération, à savoir 1 625 millions d'actions existantes, dont les actions à céder par l'Etat dans le cadre de l'offre réservée aux salariés, et un maximum de 238 millions d'actions nouvelles à émettre dans le cadre de l'Offre à Prix Ouvert, du Placement Global Garanti et, le cas échéant, de l'Option de Surallocation (un maximum de 30,9 millions d'actions nouvelles supplémentaires en cas d'exécution de cette option). Il sera également mis sur le marché un nombre maximal de 36,5 millions d'actions existantes cédées par l'Etat à des conditions préférentielles d'acquisition dans le cadre de l'offre réservée aux salariés (dont 5 468 824 actions supplémentaires en cas d'exercice intégral de l'option de surallocation⁶⁰).

Ainsi, EDF autorisait le syndicat bancaire à émettre, en cas d'exercice de l'option de surallocation, un maximum de 15 % du nombre d'actions nouvelles qui sera effectivement

⁶⁰ L'option de surallocation ou *greenshoe* est une technique qui permet de réguler le cours de Bourse d'une action au moment de son introduction en Bourse. L'entreprise donne à la banque introductrice l'option d'acheter une quantité de titres supérieure à ce qui était initialement prévu. Si la demande de titre est forte, la banque pourra ainsi allouer plus de titres aux investisseurs en exerçant son option. Dans le cas opposé, la banque n'exerce pas son option et achète les titres dont elle a besoin sur le marché, ce qui a pour effet de maintenir les cours.

offert, afin de couvrir d'éventuelles opérations de surallocation, permettant de faciliter les opérations de stabilisation⁶¹. Ces bons de souscription d'actions étaient exerçables en une seule fois, à tout moment et en tout ou partie, par Calyon, agissant en son propre nom et au nom et pour le compte des établissements garants du placement global garanti, trois mois au plus tard après l'ouverture de la procédure d'introduction.

L'ouverture de capital de la société a été réalisée dans le cadre de :

- Une Offre à Prix Ouvert (OPO) d'actions nouvelles auprès du public en France. Il s'agit d'une technique qui a pour objet de placer les titres directement auprès du public. Le cours coté est fixé à l'issue de l'offre et résulte de la lecture conjointe du livre d'ordres qui regroupe les demandes exprimées dans le cadre du placement et du carnet d'ordres d'Euronext qui centralise les demandes de l'OPO. L'offre à prix ouvert ou *retail public offering* est la méthode la plus utilisée pour le placement des titres aux particuliers. Dans le cadre de l'opération d'EDF, l'OPO devait représenter entre 30 et 70 % environ du nombre d'actions proposées, avant exercice de l'option de surallocation ;
- Un Placement Global Garanti d'actions nouvelles auprès d'investisseurs institutionnels en France et hors de France se décomposant en un placement public en France, un placement privé international dans certains pays, y compris aux Etats-Unis, et une offre publique au Japon sous forme de *public offering without listing*⁶². Le placement global garanti ou *underwritten deal* est un mode d'introduction en Bourse par lequel un ou plusieurs établissements habilités organisent le marketing et la vente des titres auprès des investisseurs institutionnels grâce à la technique du *bookbuilding*. Le prix fixé à l'issue de la constitution du livre d'ordres sert de référence pour la fixation du prix de l'offre à prix ouvert. Ces établissements s'engagent à placer auprès de leurs clients et à acheter les titres qui n'auraient pas trouvé preneur. L'inconvénient de cette procédure est qu'elle ne garantit pas l'équité dans la répartition des titres. Ainsi, le syndicat bancaire alloue de façon discrétionnaire les actions aux investisseurs ;

⁶¹ L'opération de stabilisation consiste, pour les banques désignées dans le syndicat et ayant l'autorisation de la pratiquer, à empêcher la baisse brutale des titres sur une courte période suivant l'émission afin de préserver la confiance des investisseurs. En effet, du fait de la présence d'investisseurs spéculateurs intéressés uniquement par la décote initiale, des mouvements vendeurs importants peuvent être initiés, susceptibles d'impacter fortement à la baisse le cours de l'entreprise nouvellement introduite.

⁶² Une opération *public offering without listing*, communément appelée POWL, est une forme d'émission de titres par les entreprises non japonaises sur le marché financier japonais.

- Une offre réservée aux salariés consistant en une offre d'actions cédées à des conditions préférentielles d'acquisition aux personnels de la société (y compris ceux exerçant ou ayant exercé leur activité au sein d'un service commun à EDF et Gaz de France) et de certaines de ses filiales en France et à l'étranger.

L'actionnaire principal, à savoir l'Etat qui détenait 100 % du capital, a annoncé qu'au terme de l'opération d'ouverture du capital, il conserverait 85 % du capital de la société et que le nombre d'actions émises serait éventuellement réduit de telle manière que le produit brut des augmentations de capital ne dépasse pas 7 milliards d'euros.

Le marché français des introductions en Bourse présente cinq procédures différentes, à savoir le Placement Garanti, la Cotation Directe, l'Offre à Prix Ferme, l'Offre à Prix Ouvert et l'Offre à Prix Minimal (annexe 1-1). Toutes ces procédures ont des avantages et des inconvénients. Leur choix dépend du type d'actionnaires que l'entreprise émettrice souhaite faire entrer dans son capital et du degré d'incertitude sur le niveau de valorisation de cette dernière. Yosra Bejar (2006) vérifie empiriquement l'importance de la procédure de placement garanti. En effet, elle remarque que cette procédure a été la plus utilisée sur la période 1996-2004, par plus de 70 % des entreprises. Pour l'auteur, la procédure de placement garanti réduit significativement la sous-évaluation en raison de la présence d'asymétrie d'information moindre entre le management et le syndicat bancaire qui dispose d'informations privées relatives à l'entreprise émettrice. La réduction de la décote initiale incite par conséquent les entreprises à utiliser cette procédure pour une première cotation. Ainsi, le placement garanti permet au management de cibler la structure du nouvel actionariat.

Pour sa part, Dufour (2008) montre que les entreprises émettrices françaises utilisent souvent la procédure mixte, à savoir un placement garanti accompagné d'une offre à prix ouvert. Pour l'auteur, cette procédure est sécurisante car elle permet de s'assurer du placement et de bénéficier d'un actionariat au sein duquel la proportion d'institutionnels est élevée. A l'opposé, Benveniste et Spindt (1989) révèlent que la procédure de placement garanti est plus intéressante car les investisseurs peuvent dévoiler leurs croyances, contrairement à une offre à prix ouvert, ce qui permet au syndicat bancaire de réaliser une allocation de titres optimale. Enfin, Leite (2006) affirme qu'un placement garanti permet de déterminer le prix d'offre de manière précise, diminuant de ce fait la part des investisseurs non informés, ce qui réduit la sous-évaluation.

Dans le cas de l'opération d'introduction en Bourse d'EDF, la répartition de l'offre de marché, hors option de surallocation, montre que 69 % des titres ont été affectés à l'offre à prix ouvert et 31 % au placement global garanti. La part significative de titres offerts dans le cadre de l'OPO s'explique par la volonté de l'Etat de renforcer l'actionnariat populaire.

En effet, le succès rencontré lors de la cotation de Gaz de France, avec la participation de plus de 3 millions de particuliers, a incité l'Etat à récidiver en décidant d'affecter l'augmentation de capital en priorité au grand public, en leur accordant des conditions préférentielles (décote par rapport aux institutionnels et gratuité des droits de garde). A travers cette opération, plus de 4,9 millions de particuliers sont devenus actionnaires d'EDF, pour le plus grand bonheur de l'Etat qui savait pertinemment que les investisseurs particuliers, sans véritable expertise financière, se passionnaient pour les opérations de privatisation du fait des conditions préférentielles de souscription, mais aussi de l'importance de la rentabilité initiale. Ainsi, l'opération d'introduction en Bourse d'EDF a attiré plus de petits porteurs que toutes les opérations d'émission précédentes, dont France Télécom en 1997 (3,9 millions), Gaz de France en 2005 (3,2 millions) et BNP en 1998 (2,8 millions).

Dans le cadre du placement global garanti, la participation des investisseurs institutionnels était importante avec un taux de sursouscription de 5, hors exercice de l'option de surallocation. Ces derniers ont toutefois été surpris par le court délai entre l'annonce de l'ouverture du capital et le début du placement, à savoir quatre jours contre quinze jours pour une opération classique. Initialement basée sur une participation de 50 %, la part des institutionnels n'a pas dépassé les 31 %. En effet, l'endettement du groupe, l'état de vétusté des centrales nucléaires ainsi que l'encadrement des tarifs de l'électricité par l'Etat ont freiné l'appétit des investisseurs institutionnels. De plus, la fixation du prix d'offre en haut de fourchette a refroidi ces intervenants qui considéraient que le titre était cher, présentant une prime de 20 % par rapport aux comparables européens.

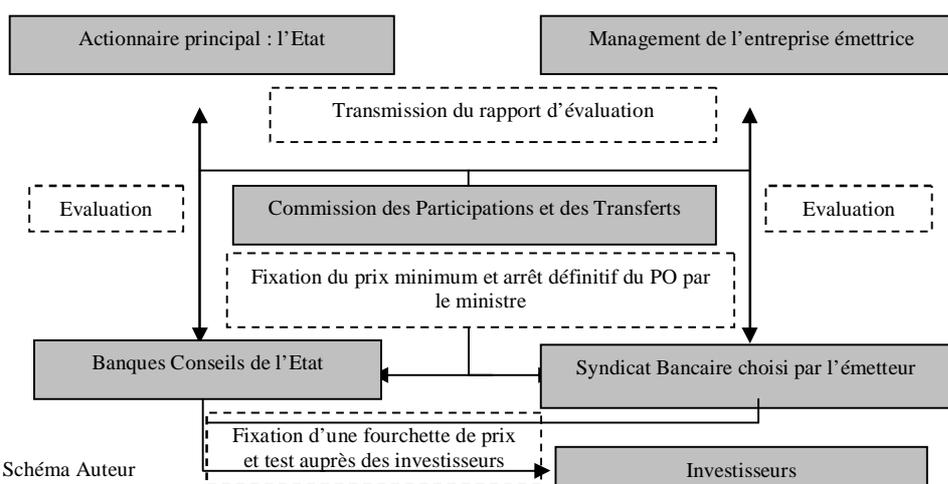
3-3 Valorisation du titre EDF et fixation du prix d'offre

La nature de l'opération d'introduction en Bourse d'EDF avec pour actionnaire principal l'Etat faisait intervenir un acteur principal et décisif dans la fixation du prix d'offre. En effet, contrairement à une opération classique où l'émetteur en concertation ou non avec son syndicat bancaire fixe le prix d'offre, une opération de privatisation fait

intervenir la Commission des participations et des transferts⁶³ qui, *in fine*, fixe le prix minimum de l'opération. Ce prix est déterminé selon les méthodes conventionnelles couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs, et selon une pondération, appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés et des perspectives d'avenir. Parmi les méthodes utilisées pour la valorisation des sociétés du secteur, la méthode des flux de trésorerie actualisés ou *discounted cash-flow* était la plus adaptée à la valorisation d'EDF. En effet, l'entreprise générait des flux de trésorerie disponibles significativement positifs, après financement des investissements d'exploitation et du besoin en fonds de roulement.

Par conséquent, le processus de valorisation du groupe français a consisté en : (1) une évaluation des différentes entités du groupe sur la base de la méthode *sum of parts* ou « somme des parties » par le management de l'entreprise et ses banques conseils ; (2) une évaluation de ces mêmes entités par l'actionnaire principal, à savoir l'Etat et ses banques conseils, suivie d'un challenge des informations fournies par EDF ; (3) la transmission par les deux parties prenantes, à savoir le management de l'entreprise émettrice et l'Etat, du rapport d'évaluation à la Commission des participations et des transferts ; (4) la fixation d'une fourchette de prix avant le lancement de l'offre, ce qui va permettre aux banques du syndicat de sonder l'appétit des investisseurs et de réaliser les réajustements nécessaires ; (5) la fixation par la CPT, à la fin de la période de souscription, du prix minimum et l'arrêt du prix définitif par le ministre.

Schéma 4 – Etapes de fixation du prix d'offre d'EDF



⁶³ La Commission des participations et des transferts (CPT) est la commission qui approuve les processus de privatisation décidés par l'Etat français. Elle est chargée de procéder à l'évaluation des entreprises privatisées ainsi qu'à la détermination des modalités de cession. L'analyse multicritères de la valeur d'une entreprise est effectuée sur la base du rapport des banques conseils de l'Etat et de l'entreprise, et d'une note d'avis établie par l'Agence des participations de l'Etat.

Suite à ce processus, l'Etat actionnaire, avec l'aide de ses banques conseils, décida de proposer l'action EDF aux investisseurs institutionnels à un coût compris entre 29,5 et 34,1 euros et aux particuliers entre 28,5 et 33,1 euros. Sur la base de ces prix indicatifs, le groupe français était valorisé entre 54 milliards et 62 milliards d'euros, et en intégrant la dette, la valeur d'entreprise se situait entre 73 et 81 milliards. Ainsi, si l'on considère une valeur d'entreprise moyenne de 77 milliards, EDF traitait en 2005 à 7,2x son résultat d'exploitation et 17,9x ses bénéfices, soit des niveaux largement supérieurs à ses concurrents directs, principalement E.On et Endesa qui traitaient respectivement à 6,8x et 7,2x le résultat d'exploitation et 11,3x et 9,8x les bénéfices. La valorisation paraissait donc très élevée par rapport à ses comparables qui affichaient des performances financières nettement supérieures. En effet, E.On, concurrent allemand direct du groupe français, affichait en 2004 un résultat net de 5,4 milliards contre 0,8 milliard de dollars pour EDF, et un *gearing* de 60,5 % contre 305 % pour l'opérateur français.

Tableau 14 – Indicateurs financiers d'EDF et de ses comparables

Million US	2004	2005	2006	2010	Million US	2004	2005	2006	2010
EBIT					Résultat Net				
EDF	9 393	10 707	12 533	8 359	E.On	5 395	5 834	6 445	8 960
E.On	8 513	9 581	8 496	15 002	EDF	836	4 327	7 502	849
Enel S.p.a	7 863	7 419	7 795	15 081	Endesa	1 679	4 263	3 102	5 531
Endesa	3 812	5 685	5 846	6 739	Enel S.p.a	3 732	3 514	4 067	5 881
Iberdrola	2 666	3 030	3 556	6 470	Iberdrola	1 602	1 851	2 224	3 846
Endettement					Capitaux propres				
EDF	34 544	47 223	37 699	64 001	E.On	44 956	59 590	65 254	55 798
Endesa	25 795	28 181	28 287	23 096	EDF	11 301	25 871	31 224	41 952
E.On	27 195	19 239	18 047	43 524	Enel S.p.a	24 050	25 528	24 729	50 718
Enel S.p.a	36 008	17 767	18 222	85 262	Endesa	11 692	15 526	15 125	23 812
Iberdrola	14 578	17 342	19 168	44 011	Iberdrola	11 288	12 415	13 956	38 954
Valeur de l'entreprise									
EDF	-	76 213	111 471	88 480					
E.On	54 405	65 660	76 860	70 610					
Enel S.p.a	71 288	53 411	61 486	97 415					
Endesa	36 550	41 243	54 040	31 796					
Iberdrola	27 816	33 607	44 150	57 884					

Source : Thomson Reuter Knowledge, Tableau Auteur

Plusieurs départements d'analyse ont souligné que le prix d'introduction proposé par l'Etat ne disposait pas d'une importante décote, étant donné que la valorisation d'EDF après augmentation de capital aboutissait à un prix d'introduction en Bourse compris entre 24,10 et 37 euros par action. Or, l'Etat proposait l'action entre 29,50 et 34,10 euros. Ainsi, si le titre était introduit dans le haut de la fourchette et que l'on retenait la plus forte valorisation, l'espérance de progression du titre à court terme n'était que de 8,5 %. Dans

ces conditions, les investisseurs prévoient une forte décote pour justifier la cherté du titre par rapport aux comparables. Notons que la fixation de la fourchette de prix avant la phase de pré-marketing est très risquée puisqu'elle ne permet pas à l'émetteur d'avoir un retour sur la réaction des investisseurs face à la fourchette de prix établie. Toutefois, le management de l'entreprise semblait conscient des atouts de cette opération, à savoir l'appétit des investisseurs pour ce genre de titres, étant donné le retour positif des quatre banques conseils de l'opération qui avaient sondé une dizaine de grands investisseurs institutionnels à Paris et Londres, mais également l'adhésion des particuliers à ce type d'opération.

Ainsi, nous pensons que l'actionnaire principal, en fixant une fourchette de prix élevée, cherchait à tirer les leçons de l'introduction en Bourse de Gaz de France dont le titre s'était envolé le premier jour de 22,9 %, provoquant un tollé auprès des détracteurs des privatisations qui jugeaient que l'Etat bradait les entreprises publiques. La littérature financière confirme cette hypothèse de maximisation de la richesse de l'actionnaire lors d'une introduction en Bourse. En effet, Chemmanur (1993) et Ang et Brau (2003) montrent que l'actionnaire sortant va chercher à maximiser le produit de cession soit à travers la fixation d'un prix d'offre élevé, soit à travers la manipulation de la proportion d'actions secondaires vs primaires, soit en tolérant une décote initiale élevée afin de céder ses titres sur le marché secondaire à un cours plus élevé.

Pour les analystes financiers de la place, le prix d'offre proposé par l'Etat ne permettait pas aux investisseurs de réaliser des gains à court terme comme cela avait été constaté aux premiers jours de cotation du titre GDF qui avait gagné + 20 %, même si le prix moyen proposé demeurait en deçà des valorisations initiales. Toutefois, ces analystes estimaient que le groupe EDF recelait un potentiel de hausse grâce à sa position de tout premier plan dans le nucléaire. Ainsi, la valorisation de l'action à moyen et long terme était, selon eux, jugée plus importante. Dans ces conditions, ils recommandaient aux investisseurs de considérer l'action EDF comme défensive avec une optique plutôt à moyen et long terme.

Durant la période de placement des titres, à savoir plus de quinze jours, l'entreprise émettrice, forte d'un syndicat bancaire composé de banques nationales et internationales, a enregistré une demande massive de titres de la part des particuliers qui ont rempli le livre d'ordres, et ce une semaine avant la clôture de l'offre. Ce succès a fait craindre sur les marchés un retour massif des titres de la part de ces particuliers qui sont plus intéressés par une plus-value rapide que par un investissement à long terme. Face à ce constat, les institutionnels se sont positionnés sur le marché secondaire afin d'acquiescer ces titres à des

cours plus bas, compte tenu de l'entrée d'EDF dans l'indice du CAC 40, au niveau du compartiment *blue chips*⁶⁴.

La problématique de l'asymétrie entre investisseurs informés et non informés a été fortement développée dans la littérature financière sur les introductions en Bourse. En effet, Rock (1986) montre que la présence d'investisseurs informés (ici les institutionnels) et d'investisseurs non informés (ici les particuliers) est à l'origine de la décote initiale offerte par les émetteurs. Dans le cadre de l'opération d'EDF, les investisseurs non informés avaient peu d'informations sur la valeur marché de l'entreprise émettrice tandis que les investisseurs informés, à savoir les institutionnels, possédaient des informations privées supérieures aux autres types d'investisseurs. L'hypothèse de malédiction des vainqueurs signifie que les investisseurs non informés participent à toutes les émissions, quelle que soit la qualité des entreprises émettrices ou la cherté du prix d'introduction. En revanche, les investisseurs informés ne participent qu'aux opérations les plus attractives et les moins risquées. Ainsi, une prime d'émission est offerte aux investisseurs non informés pour contrebalancer les asymétries d'information qu'ils subissent. Nous comprenons dès lors la fixation d'une fourchette de prix pour les particuliers inférieure d'un euro à celle des institutionnels dans le cadre de l'opération d'EDF. Nous pensons que l'engouement moins important de ces derniers durant cette opération s'explique par leur connaissance de la cherté du prix d'offre proposé par rapport à sa valeur fondamentale et aux comparables. Ainsi, ces investisseurs étaient tentés d'attendre la correction du titre sur le marché boursier pour rentrer à des niveaux de cours beaucoup plus bas que le prix de cotation.

A la clôture de la période de souscription, la quantité de titres demandée ainsi que les prix définitifs dans le cadre des deux procédures se sont établis comme suit :

- Le prix retenu pour l'acquisition des actions nouvelles d'EDF offertes dans le cadre de l'OPO a été fixé à 32 euros par action. Le nombre définitif d'actions offertes dans ce cadre a été fixé à 129 629 629 actions. Après centralisation des ordres reçus des intermédiaires financiers, il a été enregistré 4 925 331 ordres de souscription portant sur un montant de 6 733 873 500 euros correspondant à une demande de 208 443 132 actions EDF. Ainsi, l'offre à prix ouvert a été souscrite 1,6 fois et a recueilli 4,9 millions d'ordres de la part des particuliers.

⁶⁴ Une *blue chip* est une appellation anglophone qui désigne une action de société cotée disposant d'une grande capitalisation et d'une liquidité importante. Ce terme trouve son origine dans le poker où le jeton de plus grande valeur est de couleur bleue. Les *blue chips* sont des entreprises de qualité ayant la faveur des investisseurs.

- Le placement global garanti a été sursouscrit cinq fois. 58 239 399 actions ont été allouées dans ce cadre au prix de 33 euros hors option de surallocation. Ainsi, la demande institutionnelle fait ressortir un taux de sursouscription de 5, hors option de surallocation.
- L'offre réservée aux salariés a, quant à elle, rassemblé plus de 100 000 souscripteurs, soit un total de plus de 5 millions d'actionnaires particuliers. Le prix d'offre a été fixé à 25,60 euros pour les formules avec décote et à 32 euros pour les formules sans décote.

3-4 Choix du syndicat bancaire et sélection de la banque chef de file

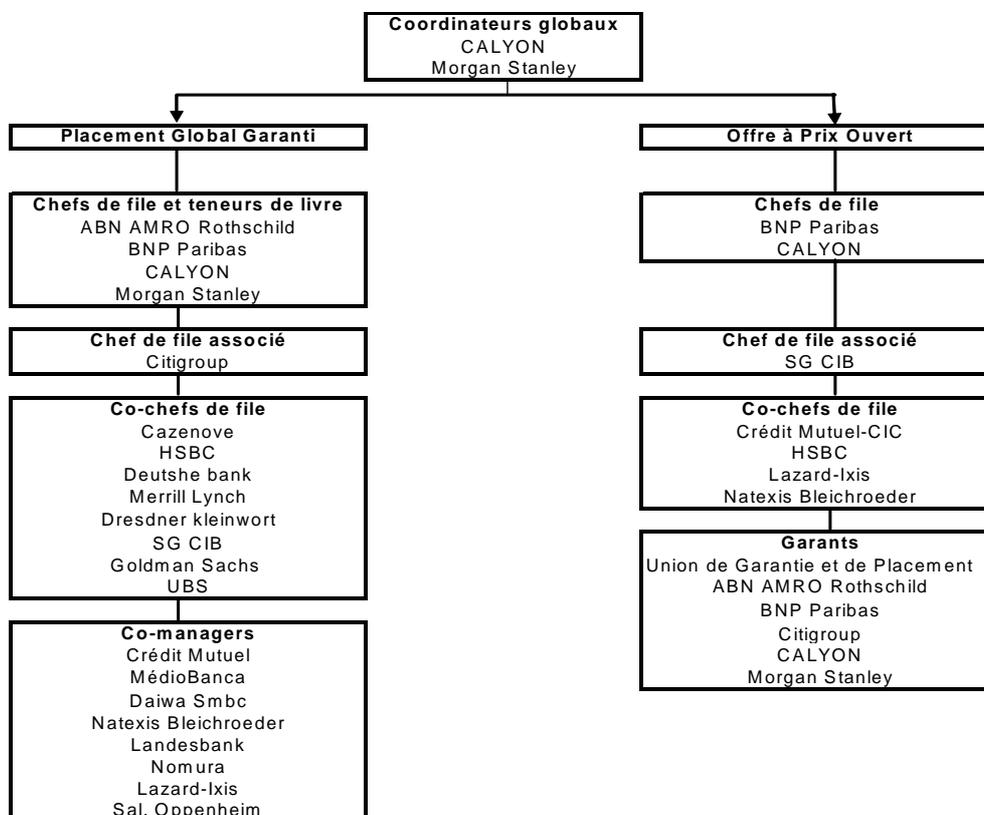
Le syndicat bancaire désigné par l'entreprise émettrice afin de réaliser l'opération d'introduction en Bourse d'EDF comprenait vingt et une banques dont deux banques conseils de l'Etat. Compte tenu de la présence de l'Etat comme actionnaire principal et de la nature de l'opération, l'Agence des participations de l'Etat⁶⁵ imposait la présence de banques conseils désignées par elle-même, après appel d'offres, afin de suivre de près la fixation du prix d'introduction en Bourse et ainsi challenger les propositions faites par les autres membres du syndicat désignés par l'émetteur. Avant 2003, les opérations de conseil et de placement de titres étaient confiées à une seule banque conseil par opération, ce qui créait une situation de conflit d'intérêts. En effet, lors des opérations d'ouverture de capital des sociétés d'autoroute, l'Etat avait fait appel à une seule banque conseil, ce qui l'avait privé de disposer de plusieurs avis indépendants de ceux fournis par les banques conseils des entreprises. Ainsi, le choix par cette banque conseil d'hypothèses de valorisation critiquées, notamment un taux d'actualisation élevé, avait empêché l'Etat de valoriser toute la durée des concessions cédées. Depuis 2003, le ministère de l'Economie et des Finances adresse aux banques d'affaires des appels d'offres confidentiels pour participer à l'ouverture du capital des groupes publics. A la fin du processus de sélection, deux banques conseils sont désignées pour prendre part aux opérations de privatisation aux côtés de celles désignées par l'entreprise émettrice.

N'ayant pas eu de retour positif quant à notre demande d'interview du management d'EDF, nous n'avons pas de certitude quant aux critères de choix des banques conseils de l'Etat, cependant nous pensons que celles-ci ont été sélectionnées en fonction de leur expertise sectorielle et de leur compétence. En effet, dans ce cas de figure, la sélection doit se faire de manière transparente étant donné le caractère public de l'opération.

⁶⁵ L'Agence des participations de l'Etat est une agence de l'Etat en charge de la gestion des participations dans les entreprises, des opérations de cession ou de privatisation pour l'Etat.

L'observation des opérations d'introduction en Bourse des sociétés d'autoroutes françaises réalisées en 2004 montre que les membres du syndicat bancaire ont été choisis pour leurs capacités de placement, leurs réalisations sur le marché des mandats d'émission ainsi que leurs motivations pour réaliser ces opérations. La procédure d'appel d'offres élimine de ce fait la possibilité d'une sélection « amicale » ou basée sur le relationnel, que nous pouvons rencontrer dans une opération classique. En effet, ce type de procédure exige une sélection des banques sur plusieurs phases. La première phase est une présélection sur dossier permettant d'avoir un retour des banques sur leur compréhension du secteur et les solutions de placement proposées. A la suite de cette étape, les banques sélectionnées sont invitées à réaliser une opération de pré-marketing dans le but de sonder l'appétit de leurs investisseurs et de connaître les propositions de fourchette de prix. Nous pouvons qualifier cette étape de phase de dépouillement technique. Au final, à l'issue des retours des investisseurs et du travail réalisé au niveau du pré-marketing, un système de notation est établi et les banques sélectionnées sont classées dans les catégories de chefs de file ou co-chefs de file.

Schéma 5 – Syndicat bancaire en charge de l'introduction en Bourse d'EDF



Source : Note d'information EDF, Schéma Auteur

Si l'aspect relationnel est écarté dans le cadre des appels d'offres menés par l'Etat, nous pensons toutefois que celui-ci peut influencer indirectement sur le choix des banques conseils. En effet, les managers qui sont chargés de présenter les offres de leurs banques conseils sont généralement des personnes disposant d'une expertise reconnue, qui connaissent le fonctionnement des mandats d'introduction en Bourse et qui peuvent avoir des relations influentes au niveau du ministère des Finances. Ainsi, leur connaissance du management de l'entreprise à travers les missions de conseil menées dans le cadre d'opérations de fusion-acquisition peut influencer sur la décision de sélection des banques candidates.

Enfin, le choix des banques conseils Calyon et Morgan Stanley témoigne de la réputation de ces dernières sur le marché des mandats d'introduction en Bourse. Cette réputation trouve son origine dans le classement de ces banques dans les *league tables*⁶⁶ internationales, sur la base de critères quantitatifs, à savoir l'historique du nombre d'opérations d'émission réalisé, le volume des capitaux levés et leurs parts de marché respectives, comme le montre le tableau ci-dessous.

Tableau 15 – Classement des banques d'affaires dans les *league tables*

	Années	Classement	Banques	Part de marché (%)	Capitaux levés (USD mn)	Commissions (%)	Nombre d'opérations
Marché Europe, Moyen-Orient et Afrique	2003	1	Goldman Sachs & Co	21,0	1 365	2,1	2
		2	Merrill Lynch & Co	17,7	1 153	2,2	2
		3	Collins Stewart Ltd	13,1	856	3,8	7
		4	JP Morgan	9,7	633	2,2	2
		5	UniCredit Group	9,4	613	2,4	2
	2004	1	Morgan Stanley	8,0	3 003	1,8	10
		2	Merrill Lynch & Co	7,5	2 806	2,6	13
		3	Calyon	6,7	2 496	1,8	4
		4	Goldman Sachs & Co	6,3	2 347	2,0	7
		5	CSFB	5,7	2 120	2,5	11
	2005	1	Calyon	10,7	6 834	0,9	2
		2	CSFB	10,2	6 481	2,3	19
		3	Morgan Stanley	7,0	4 452	2,5	16
		4	Merrill Lynch & Co	6,5	4 141	2,1	15
		5	BNP Paribas Group	6,1	3 913	0,9	5
Etats-Unis	2003	1	Goldman Sachs & Co	19,8	2 980	6,0	14
		2	CSFB	14,1	2 131	6,3	12
		3	Ramsey & Co Inc	11,2	1 694	7,0	8
		4	Morgan Stanley	8,3	1 247	6,3	7
		5	Merrill Lynch & Co	8,0	1 201	6,7	8
	2004	1	Morgan Stanley	16,6	7 322	5,0	21
		2	Goldman Sachs & Co	15,8	6 988	5,5	28
		3	Merrill Lynch & Co	10,1	4 474	6,1	29
		4	JP Morgan	8,7	3 870	5,9	24
		5	CSFB	8,5	3 744	5,4	24
	2005	1	Citi	11,8	4 309	6,1	32
		2	Goldman Sachs & Co	10,6	3 892	6,0	22
		3	Morgan Stanley	10,3	3 775	6,0	21
		4	Lehman Brothers	9,5	3 489	6,3	30
		5	CSFB	8	3 072	5,9	23

Source : Thomson Reuter Knowledge

⁶⁶ Une *league table* est un classement arithmétique et décroissant des banques, réalisé en fonction de la valeur et/ou du nombre d'opérations d'introduction en Bourse sur lesquelles elles sont intervenues.

L'observation des classements des banques dans les *league tables* américaines et européennes des deux années qui ont précédé l'opération d'EDF nous conforte quant à l'idée d'une sélection des banques conseils de l'Etat sur la base de leurs compétences et de leur expertise. Pour preuve, les banques Calyon et Morgan Stanley sont dans le « top 3 » des banques retenues au niveau européen pour mener des opérations d'émission.

Nous observons aussi que Morgan Stanley est leader au niveau de ces opérations durant l'année 2004 sur le marché américain, ce qui a très probablement incité l'actionnaire principal à choisir cette banque d'affaires, compte tenu de la dimension internationale de l'opération d'EDF. En effet, l'émetteur a prévu un placement privé international aux Etats-Unis et une offre publique au Japon, d'où la nécessité de disposer d'une banque d'affaires réputée dans ces pays afin d'assurer le placement des titres auprès des investisseurs de ces marchés.

Les banques choisies par l'entreprise émettrice étaient au nombre de dix-neuf et se sont positionnées en amont dès lors que l'Etat a manifesté son intérêt d'ouvrir le capital des grands groupes publics. Ces banques ont été désignées par le management d'EDF après la présélection sur dossier et en fonction de leurs présentations au moment de la phase de pré-marketing. Nous pensons que le choix de ces banques a reposé à la fois sur des critères subjectifs et objectifs. Côté critères subjectifs, la qualité des managers et le capital confiance sont des atouts importants tandis que côté critères objectifs, la réputation des banques mesurée à travers leur classement dans les *league tables* est un facteur décisif, principalement lorsqu'il s'agit de cession d'actions d'entreprises publiques.

L'observation de la nature de l'activité des banques sélectionnées dans le cadre de la procédure d'offre à prix ouvert montre que le management d'EDF a choisi deux banques de détail leaders en France, à savoir BNP en tant que banque chef de file et Société Générale en tant que banque chef de file associé. Ces banques universelles disposent d'une force de frappe commerciale importante au regard de la taille de leurs réseaux respectifs. Le choix du groupe bancaire Crédit Mutuel-CIC comme co-chef de file témoigne ainsi de la volonté du management d'assurer une capacité de placement optimale auprès des particuliers à travers la sélection d'une banque mutualiste qui a plus de 29 millions de clients, gère une épargne estimée à plus de 500 milliards d'euros et dispose surtout d'un réseau de 6 000 points de vente.

Dans le cadre du placement global garanti, nous remarquons la sélection par le management de banques d'affaires à dimension internationale : ABN AMRO Rothschild,

leader de la banque privée en Hollande et désigné comme chef de file ; Citigroup, holding financier américain figurant dans le *top ten* des plus grandes entreprises mondiales et désigné comme chef de file associé ; des banques allemandes leaders comme Deutsche Bank et Dresdner Kleinwort qui ont le rôle de co-chefs de file. La taille du portefeuille d'investissement et la large base d'investisseurs de ces banques, ajouté au nombre important de filiales d'EDF implantées dans la majorité des marchés financiers internationaux, constituent pour l'entreprise émettrice un atout de taille dans le marketing et la commercialisation de cette opération. Nous distinguons également des banques co-managers telles Daiwa SMBC Europe, filiale européenne de la banque d'investissement japonaise Daiwa SCM, Nomura International, conglomérat financier, et Sal. Oppenheim jr & Cie, banque d'affaires allemande. Ces banques constituent le *bottom* de la pyramide, leur rôle se limitant à placer les titres auprès des investisseurs particuliers.

Enfin, nous distinguons dans ce syndicat bancaire un groupe dénommé « Garants » composé de six banques dont cinq occupent des fonctions de chefs de file ou co-chefs de file. Ces banques garantes désignées par EDF et l'actionnaire principal ont signé un contrat de garantie dans lequel elles s'engagent conjointement et solidairement à vendre les titres sur le marché et à assurer le succès de l'opération d'émission. Cet engagement de garantie constitue une garantie de bonne fin⁶⁷ au sens de l'article L225-145 du Code de commerce. Nous relevons d'ailleurs, parmi les clauses du contrat de garantie, la clause de stabilisation du cours boursier⁶⁸.

L'exemple de la constitution du syndicat bancaire dans le cadre de l'opération d'introduction en Bourse d'EDF illustre parfaitement les théories développées selon lesquelles la taille d'un syndicat bancaire est étroitement corrélée à la taille de l'émission. En effet, Corwin et Schultz (2005) ont vérifié empiriquement la relation linéaire entre le nombre de banques composant un syndicat et le type d'investisseurs, principalement les investisseurs particuliers, mais également la relation positive entre la taille du syndicat et la capacité de placement des titres, surtout lorsqu'il s'agit d'introductions en Bourse de

⁶⁷ La garantie de bonne fin, selon l'article L225-145 du Code de commerce signifie que « *l'augmentation de capital est réputée réalisée lorsqu'un ou plusieurs prestataires de services d'investissement... ont garanti de manière irrévocable sa bonne fin* ».

⁶⁸ Pendant une période de trois mois à partir de la date de début des négociations des actions d'une société, une banque chef de file et teneur de plume, agissant pour le compte du syndicat de garantie des deux procédures de placement, conformément à une directive européenne (n° 2273/2003), peut réaliser des opérations de stabilisation à l'effet de stabiliser ou soutenir le cours des titres cotés. Conformément à la directive, les opérations de stabilisation ne peuvent être effectuées à un prix supérieur au prix du placement global garanti car ceci est assimilé à de la manipulation de cours.

dimension internationale. Concernant le choix de la banque chef de file, la littérature financière révèle qu'il existe trois critères de sélection, à savoir le critère relationnel, le critère de compétence et celui de la surface financière. Toutefois, plusieurs théories divergentes ont été développées selon lesquelles le choix de l'émetteur et de la banque était unilatéral. En effet, Titman et Trueman (1986) ainsi que Habib et Ljungqvist (2001), montrent que l'émetteur choisit la banque chef de file sur la base de son expertise, de sa réputation ou des relations historiques qu'il entretient avec cette dernière. En revanche, certains auteurs tels Chemmanur et Fulghieri (1994) ont montré que l'entreprise émettrice est choisie par la banque chef de file et justifient cela par la volonté de cette dernière de ne participer qu'à des mandats d'émission de qualité, dans le but de préserver son capital réputationnel. Dans le cas de l'opération d'EDF, il apparaît clairement que nous sommes dans une configuration où l'émetteur a choisi les banques du syndicat en fonction de critères bien définis, à savoir l'appel d'offres et la phase de présélection, et qu'il existe une structure hiérarchique entre ces banques, telle que décrite par Kumar et Tsetsekos (1993) dans leurs travaux, reflétant des niveaux de certification différents.

3-5 Parcours boursier du titre après cotation

La cotation d'EDF sur l'Eurolist⁶⁹ d'Euronext a eu lieu le 21 novembre 2005. Durant les séances de préouverture, plusieurs éléments ont orienté l'évolution du titre vers la baisse : (1) les courtiers de la place ont rapporté une baisse du cours du titre de 20 % dès l'ouverture, et ce en raison d'importants flux d'ordres de vente des particuliers. En effet, 4,85 millions de Français ont souscrit à l'action EDF pour un montant global de 6,5 millions d'euros, présageant des opérations d'aller-retour importantes visant à dégager des plus-values immédiates ; (2) les analystes et gérants de fonds considéraient le prix d'introduction en Bourse comme élevé au regard de l'endettement du groupe, de la vétusté des centrales nucléaires et de l'encadrement des tarifs de l'électricité par l'Etat.

Durant la séance d'ouverture, le titre EDF cotait à l'équilibre, affichant une très légère hausse de 0,03 % à 32,01 euros, scénario paradoxal avec les prévisions des analystes et la quantité d'ordres de vente établis par les particuliers. En effet, compte tenu de la présence d'une garantie de bonne fin, les banques désignées dans le syndicat ont initié des positions

⁶⁹ Depuis le début de l'année 2005, Euronext a réorganisé la cote en France, en Belgique, aux Pays-Bas et au Portugal. Les différents segments de marché ont fusionné pour donner naissance à l'Eurolist. Toutes les entreprises cotées sont classées par ordre alphabétique et identifiables grâce à leur capitalisation (voir annexe 1.1).

massives d'achat de titres afin d'éviter une baisse brutale du cours en dessous du prix d'offre. Un tel scénario de baisse du cours en dessous du prix d'offre durant la première séance de cotation aurait entraîné une désaffection totale des épargnants dans les opérations de privatisation futures. Plus de 50 millions de titres ont été échangés durant la première journée, portés par les investisseurs particuliers qui s'attendaient à réaliser une plus-value significative dès le premier jour de cotation. Il faut dire que le titre n'a pas eu le soutien des investisseurs institutionnels et il a fallu l'intervention des banques agissant pour le compte du syndicat de garantie pour sauver le titre d'une baisse certaine. Ainsi, Calyon a joué pleinement son rôle d'agent stabilisateur⁷⁰, un rôle pouvant être accompli pendant les trente jours qui suivaient la date de cotation. Pour leur part, les investisseurs institutionnels qui ont souscrit au titre au prix d'offre, soit 33 euros, ont perdu 3 % de leur investissement au premier jour en dépit du volume échangé, mais demeuraient néanmoins confiants et positifs sur la valeur à long terme, confortés par la qualité des actifs d'EDF, sa position de leader sur le marché domestique ainsi que son entrée au sein de l'indice CAC 40. En effet, l'entrée de la valeur dans la catégorie *blue chips* a incité les fonds qui réalisent une gestion indiciaire à initier des positions acheteuses.

Au second jour de cotation, l'action s'est échangée sous son prix d'offre et a clôturé en baisse de 2,97 % à 31,05 euros. Malgré les efforts du syndicat bancaire de stabiliser le cours, les reventes massives des particuliers et des fonds d'investissement, avec plus de 10 millions de titres échangés, ont amplifié la baisse du titre. Ces derniers, croyant pouvoir tirer profit des anomalies du marché boursier, c'est-à-dire d'une sous-évaluation au premier jour de cotation, se sont retrouvés engloutis dans la spirale de baisse du titre, provoquée par un prix d'offre jugé trop élevé. Il est à noter également la pratique de certains investisseurs qui ont accéléré le mouvement vendeur dans l'espoir de racheter le titre à des niveaux de cours beaucoup plus bas ou qui ont effectué des opérations de vente à découvert⁷¹.

Durant la semaine qui a suivi l'introduction en Bourse, le titre EDF n'est jamais parvenu à franchir le cap des 32 euros et est resté inférieur au prix d'introduction en Bourse fixé pour les particuliers. L'exercice partiel de l'option de surallocation ainsi que l'annonce le 25 novembre de l'entrée dans le CAC 40 du titre en remplacement de TF1 ont

⁷⁰ Une opération de stabilisation consiste en la possibilité pour la banque désignée de réaliser des opérations en vue de stabiliser ou soutenir le prix des actions de la société cotée. Ces opérations ne peuvent être effectuées à un prix supérieur au prix du placement global garanti.

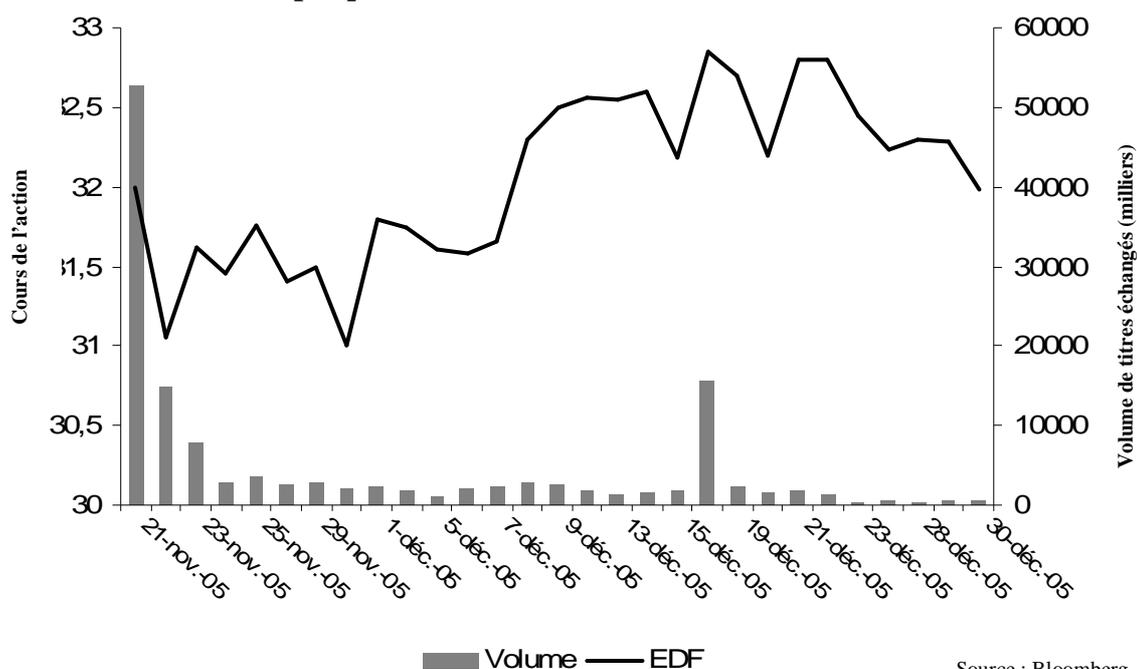
⁷¹ Une opération de vente à découvert consiste pour un investisseur à vendre des actions qu'il ne possède pas (ceci n'est intéressant que si le cours de l'action chute avant de l'acheter) et à racheter le titre sur le marché pour solder la position vendeuse, ce qui permet de réaliser des plus-values certaines.

profité au cours qui a gagné 0,95 % à 31,76 euros, cours de clôture de la journée du 25 novembre. Cette annonce devait permettre aux fonds indiciels de ne plus hésiter à acheter le titre EDF, pour le bonheur des institutionnels qui ont peu souscrit durant la période de souscription, précipitant la chute du cours pour signifier à l'Etat leur désaccord quant à la fixation d'un prix d'offre jugé trop élevé.

Au dixième jour de cotation, l'annonce faite par Gaz de France d'une prise de parts de marché à EDF à partir de janvier 2007, profitant de la libéralisation totale du marché de l'énergie, ainsi que l'enquête de l'AMF sur les agissements des fonds d'investissement ont perturbé l'évolution du titre EDF, le ramenant à son cours le plus bas depuis l'introduction en Bourse, soit 31 euros. Toutefois, l'annonce le 8 décembre de la suppression de 5 000 postes à l'horizon 2007 afin de réduire les charges de personnel a permis au cours de s'établir au-dessus de 32 euros, soit 32,3 euros.

Le 16 décembre, la notification de l'exercice de l'option de surallocation par les banque garantes a révélé que cette option n'a été exercée que pour un montant de 280,5 millions d'euros, entraînant un manque à gagner de 650 millions d'euros pour l'entreprise. Au final, le groupe français a levé 6,4 milliards d'euros contre 7,1 milliards prévus en cas d'exercice total de l'option de surallocation.

Graphique 1 – Evolution du titre de l'action EDF



Source : Bloomberg

Le parcours boursier du titre EDF illustre brillamment la problématique des asymétries d'information existant à la fois entre investisseurs mais aussi entre l'émetteur et l'intermédiaire-introducteur. En effet, les investisseurs informés, à savoir les institutionnels, ont jugé que le cours d'introduction fixé par l'Etat était cher, et par conséquent ont peu souscrit durant la période d'acquisition des titres, préférant laisser le titre se corriger sur le marché secondaire pour le racheter à des niveaux de cours plus bas. Pour leur part, les investisseurs non informés, à savoir les particuliers, ont participé de manière importante sans avoir de jugement sur la valeur marché de l'entreprise émettrice, anticipant une forte décote au premier jour, à l'image de celle réalisée lors de la cotation de Gaz de France. Ce comportement des investisseurs est décrit dans le modèle de Rock (1986), qui montre que la sous-évaluation est la conséquence de la présence de deux types d'investisseurs ne disposant pas de la même quantité d'informations, incitant l'émetteur à accorder une prime d'émission aux investisseurs non informés pour contrebalancer les asymétries d'information subies.

Dans le même contexte, Beatty et Ritter (1986) montrent qu'un équilibre de sous-évaluation doit exister de telle sorte que la banque introductrice ne sous-évalue pas fortement pour ne pas perdre la crédibilité des investisseurs et que la décote initiale soit suffisante pour ne pas perdre les investisseurs potentiels. Dans le cas d'EDF, les banques du syndicat bancaire n'ont pas eu un pouvoir de négociation assez fort pour remettre en cause la fourchette de prix établie par les deux banques conseils de l'Etat. La fixation du prix d'introduction sur la base du haut de la fourchette, tel que proposé par les banques conseils de l'Etat, a crispé les attentes des investisseurs qui ont préféré s'abstenir de participer lors de la période de souscription. De son côté, l'actionnaire principal ne voulait pas fixer un prix en milieu ou bas de fourchette et accepter une sous-évaluation forte au premier jour de cotation, à l'instar de l'opération de Gaz de France. En effet, l'Etat n'a pas jugé nécessaire de sous-évaluer le titre afin de s'assurer de la réussite du placement de l'opération car il était certain de la participation indéfectible des particuliers lors des opérations de privatisation. Il n'avait pas besoin de signaler la qualité de l'entreprise sur le marché telle que décrite par Allen et Faulhaber (1989) car celle-ci était déjà établie, et n'avait pas besoin de la certification de ses banques chefs de file (Booth et Smith, 1986) car l'incertitude sur le placement des titres était très faible, voire nulle du fait de la présence d'un fort actionnariat populaire, en l'occurrence 3 millions de particuliers qui ont souscrit, et ce dix jours avant la clôture de l'opération.

➤ Illustration de l'exercice de la stabilisation/surallocation par les banques garantes

L'opération d'EDF, comme toute opération d'introduction en Bourse, a produit un déséquilibre entre l'offre et la demande, entraînant des mouvements disproportionnés du cours. Plusieurs raisons peuvent expliquer cette volatilité : des investisseurs institutionnels peuvent « gonfler » leurs ordres afin d'être sûrs d'avoir des titres et se retrouvent avec un excès de titres qu'ils revendent en Bourse. Inversement, certains institutionnels peuvent se retrouver avec des allocations trop faibles et auront tendance soit à acheter plus de titres sur le marché secondaire, soit à se défaire de leurs positions. Enfin, certains investisseurs peuvent être tentés de faire un « aller et retour » à la recherche de plus-value éventuelle.

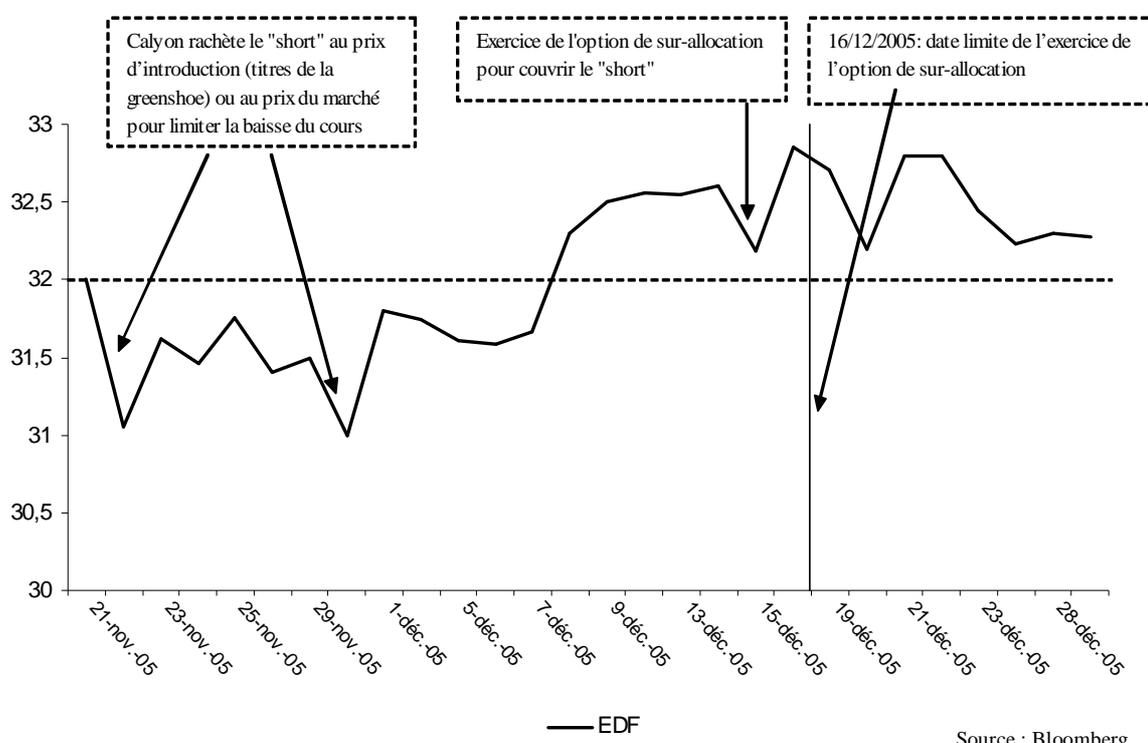
L'objectif des banques garantes, à travers l'exercice de l'action de stabilisation, était de limiter des déséquilibres importants entre l'offre et la demande d'actions, et donc d'augmenter les chances d'une bonne évolution du titre sur le marché secondaire en se donnant les moyens de racheter des titres en cas de pressions vendeuses trop importantes. Dans ce contexte, le syndicat bancaire, représenté par Calyon en sa qualité de gestionnaire, a agi pour stabiliser le cours EDF dès sa cotation. En effet, dès que le prix des actions a été fixé à 32 euros, l'agent stabilisateur, intervenant pour le compte du syndicat bancaire, a été susceptible d'intervenir en Bourse pour stabiliser le cours de Bourse. Ainsi, pour se donner suffisamment de ressources pour absorber la pression vendeuse dans les premiers jours de cotation, les banques garantes du syndicat, à leur tête Calyon, ont procédé à une surallocation de titres, dans le cadre du placement global garanti, par rapport à la taille initiale globale de l'offre. Une vente à découvert d'actions supplémentaires a été réalisée et cette position a été ensuite couverte en rachetant des actions sur le marché durant la période de stabilisation, contribuant ainsi à soutenir le cours.

En revanche, si le cours se maintient au-dessus du prix d'introduction, l'agent stabilisateur exerce la *greenshoe*, à savoir exécute une option d'achat au prix d'offre portant sur les actions supplémentaires, consentie par l'émetteur ou l'actionnaire vendeur, au plus tard à l'issue de la période de stabilisation, à savoir trente jours après les allocations.

L'exercice de la *greenshoe* peut être partiel si des titres ont également été achetés sur le marché pour soutenir le cours, ce qui est le cas de l'opération d'EDF. Ainsi, l'action de stabilisation/surallocation est réalisée dans deux conditions : (1) si le cours en Bourse se déprécie en deçà du prix d'introduction, comme le titre EDF aux premiers jours de cotation, l'agent stabilisateur, en l'occurrence Calyon, peut racheter les titres, stimulant

ainsi la demande et contribuant à stabiliser le cours. Dans ce cas, les garants n'exercent pas leur option de surallocation puisqu'ils couvrent leur position à découvert en achetant des actions sur le marché (le cours de Bourse étant inférieur au prix de l'option de surallocation, ce dernier étant toujours égal au prix d'émission) ; (2) en cas de pression à la hausse, c'est-à-dire si le cours s'apprécie sur le marché secondaire, l'agent stabilisateur agissant pour le compte des garants a la faculté d'acheter auprès de l'actionnaire vendeur et de l'entreprise tout ou partie des actions supplémentaires au prix d'émission pour couvrir la surallocation.

Graphique 2 – Exercice de l'option de surallocation par les banques garantes



Source : Bloomberg

La pratique de la stabilisation des cours par le syndicat de garantie lors des premières semaines de l'introduction en Bourse d'un émetteur est largement répandue aux Etats-Unis où elle est parfaitement légale, contrairement aux marchés européens pour lesquels il existe des dispositions législatives et réglementaires (règlement N° 2273/2003 de la Commission européenne du 22 décembre 2003 et règlement 2003/06/CE du Parlement européen). Dans la littérature financière, l'impact de l'activité de stabilisation comme explication alternative de la rentabilité anormale du titre après cotation a très peu été étudié par les chercheurs, en raison du manque de données et de transparence. Welch (1992) montre qu'en présence de

signaux négatifs sur le prix d'un titre boursier, les acheteurs potentiels peuvent changer d'avis sur l'acquisition de ce titre en l'absence d'une activité de stabilisation potentielle, garante d'une protection contre la baisse du cours sur le marché secondaire. Pour sa part, Ruud (1993) justifie la sous-évaluation observée durant les premiers jours de cotation par l'action de stabilisation des banques. En effet, pour l'auteur, les entreprises sont introduites en Bourse à leur valeur fondamentale. Toutefois, certains émetteurs voient leur prix d'offre baisser après cotation et bénéficient du maintien des cours grâce au processus de stabilisation mené par les coordinateurs globaux, ce qui contribue à l'augmentation des prix sur les marchés. Enfin, Aggarwal (2000) et Franzke et Schlag (2002) montrent que l'opération qui permet de soutenir les titres cotés durant les premiers jours de trading consiste en l'application de la *greenshoe*. En effet, l'option de surallocation permet à la banque stabilisatrice d'acheter des actions supplémentaires de l'émetteur au prix d'introduction afin de répondre à la demande excédentaire. En revanche, lorsque la demande est faible et que le cours baisse en dessous du prix d'introduction, cette option n'est pas exercée, et le stabilisateur peut acheter les titres sur le marché secondaire et ainsi soutenir l'évolution du cours par une demande croissante de titres.

Les différents exemples d'introductions en Bourse présentés, particulièrement l'opération de cotation d'EDF, sont riches en enseignements et mettent en avant les différentes problématiques rencontrées par les entreprises émettrices dès lors qu'elles émettent le souhait d'accéder au marché de capitaux. Pour Microsoft, la qualité et la réputation de l'émetteur, à travers son dirigeant Bill Gates, lui ont permis d'influer positivement sur les négociations avec le syndicat bancaire, tant au niveau de la fixation du prix d'offre que de la décote à accorder aux investisseurs afin de s'assurer du succès de l'opération. En ce qui concerne l'introduction en Bourse de Google, le choix de la procédure aux enchères a permis à l'émetteur de réduire significativement le pouvoir de négociation des banques chefs de file. Les révisions à la baisse de la fourchette de prix ainsi que de la part des titres à céder à la veille de la cotation témoignent des stratégies des actionnaires qui, connaissant les marchés financiers et leurs imperfections, sont parvenus à maximiser leur richesse, et ce quel que soit l'état du marché des mandats d'introduction en Bourse.

Enfin, dans le cas d'Electricité de France, le caractère public de cette opération avec pour actionnaire principal l'Etat, véritable garde-fou et acteur de poids disposant d'un fort pouvoir de négociation, a permis de limiter les asymétries d'information que subit

l'émetteur lors d'une opération d'introduction en Bourse classique. L'actionnaire principal, capitalisant sur le succès d'opérations d'émission réalisées durant la même année et de conditions de marché favorables au moment de l'introduction en Bourse, a réduit de manière significative le risque de non-placement des titres et a rassuré les investisseurs, essentiellement les particuliers, sur la prime ou décote réservée à ces derniers en cas de souscription. La fixation d'un prix d'offre en haut de fourchette, et ce en dépit des retours négatifs des investisseurs et des analystes sur les niveaux de valorisation jugés élevés, témoigne également de la volonté de l'actionnaire principal de maximiser le produit de cession ou du moins de s'assurer une progression linéaire du cours après cotation.

En effet, il s'agit pour l'émetteur de compenser l'actionnaire du manque à gagner lié à la décote initiale versée aux investisseurs aux premiers jours de cotation. Dans ce but, les mécanismes de stabilisation des titres après cotation constituent des garde-fous efficaces permettant à l'émetteur de se protéger contre une baisse brutale du cours, suite à un retour massif des titres lors des premières séances de cotation. Dès lors, les prises de bénéfices immédiates ou les mouvements de vente brusques initiés par les investisseurs lorsque le cours de cotation est inférieur au prix d'offre peuvent influencer négativement sur la trajectoire haussière du cours d'une entreprise cotée, à l'image d'EDF. En effet, cette dernière, pâtissant d'un retour massif des ordres des particuliers aux premières séances de cotation, a bénéficié d'actions de stabilisation du titre initiées par les banques garantes, qui ont permis au cours de se maintenir au-dessus du prix d'offre pendant plusieurs semaines.

Le cas de l'introduction en Bourse d'EDF montre également les étapes de constitution d'un syndicat bancaire à dimension internationale. Le caractère public de l'opération a contraint l'émetteur à réaliser une sélection des banques de façon rigoureuse et transparente. La décision d'appel d'offres puis la sélection sur la base de l'expertise et des compétences des banques candidates témoignent du rôle incontournable du syndicat bancaire dans la certification et la réussite d'une opération d'introduction en Bourse.

Tableau 16 – Tableau de synthèse des études de cas analysées

Etude de cas	Problématiques rencontrées	Actions adoptées	Théories financières correspondantes
Microsoft	<p>1- Fixation du prix d'offre.</p> <p>2- Révision à la hausse de la fourchette de prix par les banques chefs de file après la phase de pré-marketing.</p> <p>3- Offre d'une décote initiale aux investisseurs.</p>	<p>- Baisse de la fourchette de prix sur proposition de l'émetteur.</p> <p>- Proposition par l'émetteur d'une fourchette de prix supérieure à celle proposée par les chefs de file.</p> <p>- Consensus entre l'émetteur et les chefs de file sur le prix minimum et adoption du prix maximum proposé par l'émetteur.</p> <p>- Fixation du prix d'offre en milieu de fourchette et anticipation d'une ouverture, après sondage du marché, supérieure de 19 % au prix d'offre.</p>	<p>- Théorie du pouvoir de négociation de l'émetteur.</p> <p>- Théorie de maximisation de la richesse des actionnaires cédants.</p> <p>- Théorie de sous-évaluation des titres lors de l'introduction en Bourse.</p>
Google	<p>1- Choix de la procédure d'introduction en Bourse afin de permettre la participation des investisseurs particuliers.</p> <p>2- Choix du timing de l'opération d'introduction en Bourse.</p> <p>3- Réduction par certains actionnaires cédants du pourcentage de titres à céder et désaccord sur la fourchette de</p>	<p>- Utilisation de la procédure des enchères par opposition à la procédure de <i>bookbuilding</i>.</p> <p>- Volonté de réduire le pouvoir de négociation des chefs de file et de maximisation de la richesse des actionnaires cédants.</p> <p>- Opération réalisée au moment où les conditions de marché sont favorables, malgré la fixation d'une fourchette de prix jugée élevée par les analystes.</p> <p>- Révision à la baisse de la part des actions secondaires et de la fourchette de prix.</p>	<p>- Théories se rapportant aux procédures d'introduction en Bourse.</p> <p>- Théorie du pouvoir de négociation de l'émetteur par rapport au syndicat.</p> <p>- Théorie de maximisation de la richesse des actionnaires.</p> <p>- Théorie du <i>hot IPO market</i>.</p> <p>- Théorie de l'ajustement partiel des titres.</p> <p>- Théorie de maximisation de la richesse des</p>

	<p>prix, jugée élevée.</p> <p>4- Offre d'une prime de risque aux investisseurs afin d'assurer le succès de l'opération.</p>	<p>- Décote de 18 % à la première séance de cotation.</p>	<p>actionnaires cédants.</p> <p>- Théorie de sous-évaluation des titres lors de l'introduction en Bourse.</p> <p>- Théorie de la compensation pour l'émetteur entre la décote initiale et l'évolution du titre après cotation.</p>
EDF	<p>1- Nécessité de mobiliser des fonds pour financer un programme d'investissement.</p> <p>2- Choix du type d'émission : cession vs émission d'actions nouvelles.</p> <p>3- Timing de l'opération.</p> <p>4- Choix de la procédure d'introduction en Bourse.</p> <p>5- Fixation du prix d'offre.</p> <p>6- La fourchette de prix proposée est jugée élevée par rapport aux fondamentaux de l'entreprise. Faible décote offerte aux investisseurs.</p>	<p>- Accès au marché des capitaux.</p> <p>- Introduction en Bourse par émission d'actions nouvelles afin de préserver la part du capital de l'actionnaire principal, en l'occurrence l'Etat.</p> <p>- Emission au moment où les conditions de marché sont favorables (succès de l'IPO de Gaz de France et importance de la décote initiale, garantie du succès des émissions futures).</p> <p>- Incitation à la participation majoritaire des investisseurs individuels, à travers le choix d'une Offre à Prix Ouvert.</p> <p>- Faibles asymétries d'information entre le syndicat bancaire et l'émetteur en raison de la participation de la Commission des participations et transferts.</p> <p>- Le succès de la phase de pré-marketing a motivé l'actionnaire principal à fixer un prix d'offre en haut de fourchette.</p>	<p>- Théories sur les raisons d'introduction en Bourse.</p> <p>- Théories sur le choix du type d'émission lors d'une introduction en Bourse.</p> <p>- Théories des vagues d'introduction en Bourse ou <i>hot IPO market</i>.</p> <p>- Théories des fenêtres d'opportunité.</p> <p>- Théories sur le choix et les procédures d'émission.</p> <p>- Théories sur les asymétries d'information entre banques et émetteur.</p> <p>- Théorie de maximisation de la richesse des actionnaires cédants.</p>

	<p>7- Choix du syndicat bancaire compte tenu des filiales et clients internationaux de l'entreprise.</p> <p>8- Choix des membres du syndicat bancaire.</p> <p>9- Evolution baissière du titre au premier jour de cotation. Evolution en dessous du prix d'offre durant les quinze premiers jours.</p> <p>10- Faible souscription des investisseurs institutionnels en raison des niveaux de valorisation jugés élevés.</p>	<p>- Constitution d'un syndicat bancaire international comprenant des banques de détail et des banques d'investissement.</p> <p>- Réalisation d'un appel d'offres à caractère international.</p> <p>- Stabilisation du titre par les banques garantes de l'opération et exercice de l'opération de surallocation des titres ou <i>greenshoe</i>.</p> <p>- Achat sur le marché secondaire à des cours plus bas.</p>	<p>- Théories sur la constitution des syndicats bancaires lors des introductions en Bourse.</p> <p>- Théories sur le choix des banques chefs de file lors des introductions en Bourse.</p> <p>- Théories sur la stabilisation des titres après cotation.</p> <p>- Théories d'asymétrie d'information entre investisseurs. Théorie de la malédiction du vainqueur.</p>
--	--	--	---

Source : Auteur

Conclusion de la section I

Les études de cas présentées dans cette section ont concerné trois introductions en Bourse majeures réalisées sur les marchés boursiers américains et européens, avec une présentation exhaustive de l'opération de cotation d'Electricité de France. Ces études de cas, en particulier celle se rapportant à EDF, nous ont permis de relever différentes problématiques rencontrées par les intervenants lors d'une introduction en Bourse et vérifiées dans la littérature financière. Toutefois, en dépit de leur pertinence, celles-ci nous incitent à nous poser des questions plus générales que nous pouvons démontrer scientifiquement dans des études qualitatives ou quantitatives. A cet effet, nous mettons en évidence quatre problématiques majeures :

➤ Les introductions en Bourse analysées ont été réalisées par des entreprises émettrices de taille importante et de grande notoriété. Dans le cas où l'entreprise est de petite taille, la banque chef de file dispose-t-elle d'un rôle plus important dans l'organisation de l'opération ? Comment s'effectue la sélection du syndicat bancaire et sur quels critères sont sélectionnées les banques chefs de file de l'opération ? L'émetteur a-t-il systématiquement recours à des banques nationales ou peut-il être motivé par le choix de banques internationales ? Peut-il imposer à la banque chef de file d'inclure dans le syndicat certaines banques avec qui il entretient des relations historiques ou subit-il le diktat des banques qui jouissent d'une forte réputation ?

➤ La problématique de valorisation de l'entreprise émettrice constitue-t-elle un point de négociation important entre les différents intervenants, en l'occurrence l'émetteur, l'actionnaire sortant et le syndicat bancaire ? Dans les cas étudiés, nous avons vu que la fixation du prix d'offre fait l'objet d'âpres discussions. De manière générale, et indépendamment de la taille de l'émetteur, parvient-on à réduire les conflits d'intérêts et à concilier les objectifs des différents intervenants, sachant que l'actionnaire sortant désire maximiser son produit de cession, que l'émetteur désire un cours qui lui assure une progression linéaire du titre et que les banques chefs de file désirent assurer le succès de l'opération d'émission ?

➤ Nous observons une décote importante des titres de Microsoft et de Google au premier jour de cotation. Dans le cas d'EDF, le prix d'offre était surévalué, entraînant un mouvement de vente massif des titres aux premiers jours d'échanges boursiers. Toutefois, les actions de stabilisation initiées par les banques garantes de l'opération ont permis de limiter la baisse prononcée du cours de la valeur. Dans la littérature financière, la sous-

évaluation est un mécanisme universel permettant d'intéresser des investisseurs potentiels en leur offrant une décote, en contrepartie du risque encouru sur la firme introduite en Bourse. Comment est perçue dans la réalité cette décote initiale du point de vue de l'émetteur mais également du point de vue de la banque chef de file? Constitue-t-elle un coût ou une assurance contre le risque de non-placement des titres ?

➤ Dans le cas de l'opération d'EDF, les banques garantes ont dû recourir à des actions de stabilisation, parmi lesquelles l'exercice de l'option de surallocation. Dans la pratique et sur le plan opérationnel, comment se manifeste la garantie de bonne fin ? Est-elle fréquemment imposée par les émetteurs dans les mandats d'émission et est-elle exercée habituellement par les banques garantes ? Représente-t-elle un coût pour les agents stabilisateurs et est-elle partagée de manière solidaire entre les membres du syndicat de garantie ?

Tous ces questionnements trouveront réponse dans l'étude qualitative que nous avons décidé de mener, et qui a consisté en l'interview d'un échantillon d'entreprises émettrices françaises et de banques chefs de file internationales. Ces entretiens nous ont permis d'avoir une vision générale des différentes problématiques rencontrées par l'émetteur lors d'une introduction en Bourse, et ce à toutes les phases de l'opération, à savoir de la décision de cotation jusqu'à l'activité de stabilisation du titre sur le marché secondaire.

Section II – Démarche qualitative

L'étude qualitative est un outil de recherche de plus en plus utilisé dans les thèses de doctorat en Finance, à l'image de celles de Romon (1997) et Dereeper (1999). Elle a pour première vocation d'être exploratoire et se fonde sur une analyse en profondeur du discours des interviewés. Il s'agit d'une méthodologie de recherche destinée à recueillir des éléments qualitatifs, qui sont le plus souvent non directement chiffrables par les individus interrogés ou étudiés. L'étude qualitative est la plupart du temps réalisée au moyen d'entretiens collectifs ou individuels menés auprès d'échantillons réduits. Elle vise généralement à comprendre en profondeur des attitudes ou des comportements. A l'opposé des études quantitatives, les études qualitatives sont de plus en plus souvent menées afin de préparer des études quantitatives.

Le choix d'une démarche qualitative se justifie par notre volonté de compréhension des différentes relations entre émetteurs et banques chefs de file lors de l'attribution des mandats d'introduction en Bourse. Dans le cas présent, il s'agit de mener une série d'entretiens pour comprendre, de manière plus globale, le rôle du syndicat bancaire et de la banque chef de file, les critères de sélection utilisés par l'émetteur/introducteur ainsi que les différents points de négociation entre les différentes parties prenantes lors de ce type d'opération.

Si l'étude de cas de l'introduction en Bourse d'Electricité de France nous a permis de relever quelques problématiques auxquelles sont confrontées les entreprises émettrices, les différents entretiens que nous avons menés vont nous permettre d'assimiler la réalité économique et financière dans nos travaux. Cette étude qualitative va donc poser les bases d'une réflexion à partir de la revue de littérature réalisée au niveau du premier chapitre, puis va se concentrer en profondeur sur l'analyse des entretiens menés auprès des principaux acteurs d'une introduction en Bourse, à savoir les émetteurs et les banques chefs de file. La présentation des types d'entretien, du guide d'entretien et de l'échantillon des interviewés va nous permettre d'apporter les premiers éléments de réponse aux différentes problématiques soulevées.

1- Méthodologie utilisée

1-1 Choix du type d'entretien

L'entretien est une technique qui porte exclusivement sur l'information verbale. Le type d'entretien que nous allons mener est un entretien de recherche dont le but est de recueillir des informations afin de comprendre et conceptualiser un phénomène examiné. Parmi les différents types d'entretien de recherche existants, nous distinguons les entretiens non directifs, semi-directifs et les questionnaires. Si l'entretien non directif accorde une liberté absolue à la personne interrogée, l'entretien semi-directif fait intervenir l'enquêteur plus fréquemment. Lors de cet entretien semi-directif, ce dernier doit aborder les différents sujets du guide d'entretien en essayant, lorsqu'il le juge opportun, de cadrer la réflexion de l'interviewé. Pour sa part, le questionnaire est l'entretien le plus directif puisque l'interviewer suit une à une les questions à poser à l'enquêté. Dans nos travaux, nous utilisons l'entretien semi-directif car nous avons une idée précise des sujets que nous allons aborder et devons maîtriser la conduite de cet entretien.

Les entretiens peuvent servir à construire des hypothèses ou à valider un cadre théorique. Ils peuvent donc se situer en amont ou en aval de la recherche. Dans le processus de recherche de Wacheux (1996)⁷², l'auteur montre que, lorsque ces entretiens se placent en amont de la recherche, ils constituent une démarche inductive capable de générer un cadre théorique sous la forme d'hypothèses testables. En revanche, lorsque les entretiens se placent en aval de la recherche, ils servent à valider des hypothèses et sont réalisés dans un but d'analyse des données collectées. Cette démarche sur le terrain est souvent précédée d'une bonne maîtrise du sujet d'investigation.

1-2 Elaboration du guide d'entretien

Nous avons construit le guide d'entretien sur la base de notre revue de littérature concernant les opérations d'introduction en Bourse mais également en nous référant aux différentes problématiques soulevées dans notre étude de cas sur l'opération d'introduction en Bourse d'Electricité de France.

⁷² Wacheux F. *Méthodes qualitatives et recherche en gestion*, Economica, collection Gestion, 1996.

Ainsi, nous nous sommes focalisé sur cinq thèmes que nous jugeons importants, à savoir :

- les caractéristiques du marché des mandats d'introduction en Bourse,
- le rôle du syndicat bancaire dans un mandat d'émission,
- les critères de sélection Emetteur/Banque chef de file,
- les points de négociation entre l'entreprise émettrice et la banque chef de file,
- la sous-évaluation initiale et la garantie de bonne fin.

A l'intérieur de chaque thème, nous avons formulé des questions dans le but de créer une dynamique de conversation et éviter des écarts de discussion par rapport aux sujets abordés. Nous avons choisi un déroulement des entretiens en fonction des différents intervenants qui participent à l'opération d'introduction en Bourse. Nous nous sommes focalisé sur les deux principaux intervenants, à savoir l'entreprise qui décide de la réalisation de cette opération et la banque chef de file qui représente le principal intermédiaire dans la réalisation de l'opération. Les différents thèmes évoqués ci-dessus vont nous permettre de comprendre les relations entre les entreprises émettrices et les banques chefs de file lors des opérations d'introduction en Bourse ainsi que les principaux critères de choix d'une banque chef de file par une firme candidate. Nous aborderons également les points de négociation et les démarchages que les banques utilisent pour obtenir un mandat d'introduction en Bourse. Enfin, nous finirons par les propos de nos interviewés sur leur compréhension du phénomène de sous-évaluation initiale et du mécanisme de stabilisation des titres.

1-3 Echantillon des interviewés

Nous avons réalisé treize entretiens auprès de directeurs financiers d'entreprises cotées sur l'Eurolist d'Euronext et auprès de managers de banques chefs de file françaises. Les entreprises ont été choisies au regard de l'opération d'introduction en Bourse qu'elles ont réalisée l'année de nos entretiens. Le choix d'entreprises ayant effectué des opérations la même année que les entretiens s'explique par notre volonté d'avoir des opinions récentes sur les différents thèmes abordés et d'éviter la perte d'information liée au temps. Pour leur part, les banques françaises sélectionnées sont les plus actives sur le marché des mandats d'introduction en Bourse. Nous avons effectué nos demandes d'entretien par mails précédés d'une série d'appels téléphoniques dans le but de pouvoir nous entretenir avec la

personne ayant participé de près à l'opération d'introduction en Bourse. Cette démarche a été productive car, sur une vingtaine de demandes d'entretien, treize ont accepté immédiatement ou suite à une relance. Nous avons pu ainsi interviewer des membres de la direction générale, de la direction financière, des responsables marché primaire, actions et syndication. Sur les treize interviews réalisées, huit l'ont été auprès d'entreprises émettrices⁷³ et cinq auprès de banques chefs de file.

Le tableau ci-après fait apparaître les caractéristiques des interviews réalisées. Nous avons décidé de présenter les fonctions des interviewés et de ne pas mentionner leur nom pour conserver leur anonymat. La totalité des entretiens a été enregistrée sur magnétophone puis intégralement transcrite.

Tableau 17 – Caractéristiques des 13 entretiens réalisés

Nom de l'émetteur	Fonction de l'interviewé	Date d'entretien	Date d'IPO	Secteur
123 Multimédia	Responsable des relations actionnaires	02/05/2005	13/12/2004	Communication Média Multimédias
Sanef	Directeur financier	22/04/2005	24/03/2005	Environnement et Services aux collectivités
Pages Jaunes	Membre de la direction financière et trésorerie de France Télécom	26/04/2005	08/07/2004	Communication Média Multimédias
APRR	Responsable des relations investisseurs	02/05/2005	25/11/2004	Environnement et Services aux collectivités
SMTPC	Président directeur général	13/05/2005	09/07/2004	Services aux collectivités
Biomérieux	Secrétaire général	25/05/2005	07/07/2004	Chimie Pharmacie Cosmétiques
Maroc Télécom (filiale Vivendi)	Directeur général	28/05/2005	13/12/2004	Télécommunication
Oxbow	Membre du directoire	31/05/2005	07/07/2004	Textile Habillement Accessoires
Nom des banques chefs de file				
Natexis Bleichroeder	Responsable Syndication Actions	10/04/2006	-	Banques d'affaires
Lazard Ixis	Responsable Marché primaire Actions	19/04/2006	-	Banques d'affaires
CA Calyon	Responsable Marché primaire Actions	28/04/2006	-	Banques d'affaires
HSBC CCF	Responsable Marché primaire Actions	19/04/2006	-	Banques d'affaires
SG CIB	Responsable Marché primaire Actions	15/04/2006	-	Banques d'affaires

Source : Auteur

⁷³ Des fiches d'identité des entreprises émettrices sont présentées en annexe 1.6.

2- Analyse des entretiens réalisés

2-1 La grille de lecture des entretiens

Nous avons réalisé une grille de lecture des propos des interlocuteurs afin de pouvoir présenter les résultats de nos entretiens. Dans cette grille de lecture (annexe 1.8), nous avons transcrit intégralement les propos tenus par les interviewés en les plaçant entre guillemets et avons classé ces propos en fonction des thématiques abordées. Il existe plusieurs méthodes d'analyse du contenu des entretiens. L'une des plus utilisées consiste à établir un inventaire des mots ou opinions, et à réaliser des calculs statistiques pour confirmer ou infirmer les hypothèses de recherche. Dans notre cas, nous n'effectuons pas d'analyses statistiques ou techniques du texte retranscrit. Nous présentons fidèlement les réflexions faites par les interviewés, des réflexions qui mettent au jour des récurrences ou des contradictions dans les propos d'un même interlocuteur ou d'interlocuteurs différents. Les récurrences révèlent une réalité communément admise et permettent d'établir des hypothèses ayant obtenu un consensus. En revanche, les contradictions indiquent l'existence de points de divergence. Dans les deux cas, ces récurrences et contradictions sont à conforter avec les hypothèses de recherche existantes.

Notre grille de lecture comprend les propos tenus par les entreprises émettrices et par les banquiers chefs de file. A chaque propos des interviewés, nous associons le thème qui lui correspond. Nous nous sommes focalisé sur cinq thèmes importants lors de notre compréhension de l'attribution des mandats d'introduction en Bourse. Ces thèmes ont été abordés par nos interlocuteurs de manière chronologique avec tout d'abord leur constat sur la forte concurrence qui règne entre les banques dans l'obtention des mandats d'émission d'actions, puis leur compréhension du rôle des membres du syndicat bancaire et de celui de la banque chef de file. Les réflexions de nos interlocuteurs ont porté également sur les différents critères du choix émetteur/banque chef de file, sur les différents points de négociation entre ces deux intervenants ainsi que sur leur compréhension du phénomène de sous-évaluation initiale et de stabilisation des titres après cotation.

La longueur de la grille de lecture nous oblige à la renvoyer en annexe plutôt qu'à la présenter directement dans notre texte. Cette grille de lecture des entretiens va nous permettre d'effectuer des commentaires sur les propos de nos interviewés. Nous en avons extrait des citations pour étayer nos commentaires.

2-2 Les commentaires sur les propos des professionnels

A la lecture de la grille des entretiens réalisés avec les professionnels, il apparaît que les problématiques soulevées par les opérations d'introduction sont nombreuses et suscitent un intérêt particulier tant de la part des émetteurs que de la part des banques chefs de file. La longueur et la consistance des propos tenus par nos interviewés illustrent parfaitement la place prépondérante qu'occupe une opération de cotation dans la vie d'une entreprise mais également dans le courant d'affaires d'une banque d'investissement. Ainsi, nous organisons ces commentaires en six parties synthétisant les différents thèmes abordés avec nos interlocuteurs.

2-2-1 Quelles sont les caractéristiques du marché des mandats d'introduction en Bourse ?

Sur la base des propos des interviewés, il apparaît que le marché des mandats d'introduction en Bourse est un marché hautement compétitif où les banques françaises et étrangères essaient de s'accaparer des parts. Il s'agit d'un marché assez dynamique dont l'activité dépend de la conjoncture des marchés financiers mondiaux et de la volonté des entreprises de considérer l'opération de cotation comme un moyen nécessaire pour leur valorisation.

Pour nos interlocuteurs bancaiers, les opérations d'introduction en Bourse enregistrées à partir de 2004 sont très significatives et affichent des niveaux d'activité similaires à ceux de la période de la bulle technologique en termes de nombre d'opérations, de volume et de qualité des émetteurs. Ces résultats concordent avec la reprise des opérations d'introduction en Bourse à l'échelle internationale, comme le souligne le responsable Marché primaire Actions de Calyon : « *Nous avons beaucoup d'opérations en France comme ailleurs dans le monde... Il y a une très forte demande en France et en Europe mais également dans l'Est et le Moyen-Orient. Les investisseurs ont de l'argent et recherchent de nouvelles idées, donc il y a un intérêt pour les opérations d'émission.* »

Cependant, le marché des mandats d'introduction en Bourse en France apparaît peu actif en comparaison des marchés anglo-saxons. Notre interlocuteur de 123 Multimédia précise : « *Le marché français n'est certainement pas de manière globale le plus dynamique, ni le plus créatif, ni le plus courageux. Il ne faut pas se voiler la face, le marché des IPO est représenté par celui de New York et celui de Londres.* » Il est certain

que le volume des introductions en Bourse dans les marchés anglo-saxons et dans les marchés asiatiques est élevé car ces derniers sont très actifs et dynamiques et ont su adapter leurs structures internes à la volatilité des marchés financiers. La taille et l'activité des banques sont des critères importants dans la sélection des marchés à conquérir. Des banques internationales comme Morgan Stanley et CSFB ont une structure et une taille qui leur permettent d'être présentes sur tous les marchés et de prendre part à tout type d'introduction en Bourse. La forte présence d'équipes d'analystes à l'échelle internationale permet à ces banques de conforter leur réputation acquise pendant des décennies grâce à leur réactivité et à leur adaptation aux exigences des marchés financiers. Les législations en vigueur sur les marchés anglo-saxons sont également plus souples, comme le fait remarquer le responsable de 123 Multimédia : « *Les banques anglo-saxonnes sont beaucoup plus actives et dynamiques. Si vous prenez des banques comme Morgan Stanley, le turnover au niveau des effectifs, favorisé par la législation en vigueur, fait que, lorsque les marchés sont en crise, elles licencient à tour de bras, tandis que lorsqu'ils ne le sont pas, elles embauchent. Ces banques ont des contraintes en termes de structure de frais qui sont élevées, donc il y a une forte pression commerciale et concurrentielle... Ce sont de gros mastodontes qui ont un besoin élevé en termes d'opérations d'émission, ce qui accroît leur agressivité commerciale.* »

Notre interlocuteur d'APRR conforte cette idée de compétence des banques anglo-saxonnes en faisant allusion à celle de leur personnel à tous les niveaux de la hiérarchie. Pour ce dernier, la banque française est une banque dont les rapports sont basés sur le relationnel : « *La fonction de banque d'affaires à la méthode française va être plus basée sur la relation de l'individu et du banquier lui-même, ses relations, son carnet d'adresses.* » Pourtant, tous les interlocuteurs s'accordent pour dire que les banques françaises sont tout aussi compétentes que les banques anglo-saxonnes sur leurs marchés respectifs. Pour l'interlocuteur d'APRR : « *Les banques françaises sont présentes sur le marché français mais ont du mal à pénétrer les marchés étrangers.* » Cette inaccessibilité des marchés étrangers peut se justifier par la faible couverture internationale de ces banques mais aussi par le volume élevé des opérations financières qui s'échangent sur ces marchés.

Il est à noter que l'attribution d'un mandat d'introduction en Bourse à une banque française ou étrangère dépend de la stratégie de l'entreprise émettrice et du type d'investisseurs qu'elle compte atteindre. Une entreprise émettrice française désireuse d'attirer des investisseurs institutionnels américains ou britanniques va choisir un chef de

file ou co-chef de file du pays d'origine de ces investisseurs. Ces banques disposent d'une forte présence commerciale et possèdent des informations privées sur les investisseurs potentiels.

Il ressort des différents entretiens que nous avons menés que cette concurrence entre les banques d'affaires les pousse à se placer en amont, à être à l'affût de toute opération d'introduction en Bourse génératrice de commissions et de parts de marché. Les banques essaient d'attirer l'attention des firmes par un démarchage très actif. Elles n'attendent pas d'être sollicitées mais saisissent les opportunités de marché existantes, en faisant valoir aux firmes l'intérêt d'une telle opération et leur exposant les bénéfices d'une cotation en Bourse. Pour le responsable Marché primaire Actions de SG CIB : *« Il y a un positionnement en amont à travers des relations qui peuvent revêtir plusieurs formes pour une banque comme la nôtre. Ce sont d'abord des relations avec des sociétés cotées et des sociétés non cotées, éventuellement des actionnaires ou autres. Notre métier est d'être à l'écoute d'un certain nombre de marchés pour en repérer les opportunités grâce à nos connexions sur des secteurs mais aussi à nos relations avec telle société ou tel actionnaire. »* Les banques introductrices se positionnent en amont des entreprises mais également en amont des fonds de *private equity* qui sont de plus en plus pourvoyeurs d'opérations d'émission. Ce démarchage se fait sur la durée, comme nous l'explique le responsable d'HSBC CCF : *« Il y a une forte concurrence dans les mandats des petites opérations d'émission. Les banques se positionnent pour les mandats des années en avance. Nous nous positionnons très en amont d'une opération pour bien comprendre l'environnement de la société, son management, les virages stratégiques à prendre, afin de bien appréhender le timing idéal de l'opération d'introduction en Bourse... Il s'agit pour nous de comprendre un client mais aussi son secteur au niveau national, européen et mondial. »*

Les banques apparaissent également désireuses de devancer les appels d'offres en essayant de proposer aux firmes le projet le plus motivant ou le plus créatif. L'interlocuteur d'Oxbow explique : *« C'est plus le projet qu'ils avaient, la façon dont ils voyaient l'entreprise et l'histoire à raconter au marché. C'est une banque qui nous a davantage motivés que les autres. »*

Enfin, nos interlocuteurs distinguent clairement les banques anglo-saxonnes opérant sur le marché américain et celles opérant sur le marché britannique compte tenu de la spécificité de ces deux marchés. En effet, le marché américain apparaît comme un marché très protégé et peu compétitif pour les banques chefs de file dans leur course aux mandats d'émission. Pour Calyon : *« Le marché américain est un cartel dominé par cinq ou six*

banques qui font la loi. Elles perçoivent des commissions comprises entre 5 et 7 %, alors qu'en Europe, ces commissions sont beaucoup plus faibles, notamment sous la pression des banques américaines qui ont profité historiquement des commissions dégagées sur le marché américain pour réaliser du dumping en Europe et acquérir des parts de marché. »

Fort de ce constat, il semble que les banques chefs de file américaines les plus réputées, appartenant au *bulge bracket*, ont la main mise sur la totalité des mandats d'introduction en Bourse et contrôlent le niveau des commissions à percevoir.

Pour sa part, le marché britannique est un marché très dynamique et compétitif. Il se distingue du marché français de par sa base d'investisseurs, sa taille, son volume de capitaux et son capital linguistique. Notre interlocuteur de Lazard Ixis expose clairement ce constat : *« Londres est intéressante parce qu'il y a une base d'investisseurs et une profondeur de marché en termes d'investisseurs beaucoup plus forte. Ces investisseurs sont des institutions britanniques, des sociétés de gestion collective anglaises ou étrangères car il y a beaucoup de fonds étrangers à Londres. Il faut savoir qu'il y a beaucoup plus de capitaux à Londres qu'à Paris pour une raison très simple : si vous regardez la structure de l'épargne des ménages français, celle-ci est recyclée automatiquement pour servir aux pensions des retraités alors que dans d'autres pays, ces mêmes capitaux sont versés à des fonds de pension qui eux-mêmes investissent à très long terme, essentiellement en actions. Par conséquent, les capitaux disponibles en Grande-Bretagne sont plus importants. Une autre habitude française fait que l'argent est souvent orienté vers le marché obligataire ou vers les produits d'assurance vie, qui sont des actifs moins risqués. Il faut noter également que la Grande-Bretagne parvient à attirer les grandes banques d'affaires américaines comme bases européennes pour des raisons de facilités, notamment linguistiques. Par conséquent, vous avez les établissements les plus puissants en matière de marchés de capitaux qui sont installés à Londres tant en termes d'investisseurs qu'en termes de volume d'opérations. »*

2-2-2 Quel est le rôle du syndicat bancaire dans un mandat d'introduction en Bourse ?

Tous nos interlocuteurs s'accordent à dire que le rôle du syndicat bancaire se définit essentiellement à travers les responsabilités de la banque chef de file lors de l'opération d'introduction. Les principaux arguments avancés lors de nos entretiens montrent que la banque chef de file a un rôle de coordination de la procédure d'introduction en Bourse et un rôle d'accompagnement de l'entreprise tout au long du processus.

Notre interlocuteur de la SANEF précise que le rôle de la banque chef de file est de coordonner les procédures entre les différents intervenants, à savoir le syndicat bancaire, le cabinet d'avocats, le commissaires aux comptes et le management de l'entreprise émettrice, par le biais de réunions fréquentes qui permettent de faire un point sur « ... *les différents chantiers juridiques, de documentation, l'arrêté des comptes, les chantiers de relations avec AMF, avec Euronext, l'offre aux salariés, la communication...* ».

Il apparaît que la banque chef de file réagit en tant que chef d'orchestre de l'opération d'introduction en Bourse et fait en sorte que « ...*la mariée soit présentable* », comme le précise notre interlocuteur de Calyon. Il s'agit donc pour le syndicat bancaire de réaliser plusieurs chantiers. Tout d'abord, un chantier de préparation de l'entreprise à l'opération, à savoir la réalisation du prospectus. Ce travail consiste à régler au préalable toutes les questions d'ordre réglementaire, juridique et financier. En second lieu, un chantier marketing où il est question de réaliser des *road shows*, présenter l'entreprise aux analystes financiers et aux investisseurs. Il s'ensuit un chantier de valorisation de l'entreprise, de fixation de la fourchette de prix et du placement des actions auprès des investisseurs. Enfin, la banque chef de file a un rôle de stabilisation du cours et de suivi de l'entreprise dès la cotation du titre.

La banque chef de file a également un rôle de « garant » de l'opération vis-à-vis des régulateurs de marché et des investisseurs. En effet, la responsabilité de la banque est engagée car elle doit s'assurer que toutes les informations inscrites dans le prospectus sont correctes. Une attestation de sincérité est alors délivrée par la banque chef de file aux autorités du marché certifiant que cette dernière a pris toutes les précautions nécessaires pour s'assurer de la véracité des informations contenues dans le prospectus. Notre interlocuteur de Biomérieux explique : « *Le chef de file a pour rôle d'être, vis-à-vis des investisseurs et des régulateurs de marché, le garant in fine du succès de l'opération d'introduction en Bourse... La responsabilité ultime concerne les investisseurs et c'est à ce niveau que le chef de file met sa réputation en jeu ; il engage sa notoriété également vis-à-vis des émetteurs mais le plus important, c'est le marché et les autorités de régulation.* »

Le rôle majeur de la banque chef de file lors d'une introduction en Bourse et sa place au sein du syndicat bancaire lui confèrent une grande visibilité auprès des investisseurs. La fixation du prix et l'allocation des titres ont un impact certain sur la quantité et la qualité des ordres reçus par la banque. Pour Lazard Ixis : « *Dans la configuration actuelle des syndicats de placement, les chefs de file organisent toute la communication financière, les programmes de road shows et les visites aux investisseurs... Par ailleurs, comme les chefs*

de file attribuent les actions aux investisseurs, ces derniers auront davantage tendance à passer leurs ordres auprès de ces banques qu'auprès des banquiers mineurs du syndicat afin de s'assurer qu'ils sont traités avec la meilleure priorité. » Cependant, la banque chef de file aura pour rôle de sélectionner des investisseurs de bonne qualité. Pour le responsable d'Oxbow : *« Le chef de file a aussi pour rôle de vous proposer des investisseurs sur lesquels il y a le moins de "déchets" possibles et doit donc réaliser un travail de prévente de haute qualité. »*

Le rôle d'accompagnement de l'entreprise revient dans beaucoup de nos entretiens. Pour l'interlocuteur de 123 Multimédia : *« CSBF avait un rôle très large puisqu'ils nous ont vraiment accompagnés tout au long du processus d'introduction en Bourse. L'univers des IPO était totalement nouveau pour le management, présentant beaucoup de contraintes, une communication financière nouvelle avec les actionnaires et les investisseurs. La banque d'affaires nous a donc permis de voir notre activité sous l'angle des investisseurs potentiels, ce qui est en soi une approche totalement différente de la communication habituelle entretenue avec notre public, nos partenaires commerciaux. »*

Les responsables des banques chefs de file expliquent que ce travail d'accompagnement est réalisé quelle que soit la taille de l'entreprise, même si les entreprises de petite taille nécessitent plus d'assistance et d'éducation financière comme nous l'explique SG CIB : *« Les petites entreprises ont souvent une connaissance très limitée des marchés financiers. Dans ce cas, nous avons un rôle d'éducation afin de leur expliquer les raisons d'introduction en Bourse... Enfin, nous avons un travail évident d'assistance pour les conseiller en amont sur la structure de l'opération, la part de cession, l'augmentation de capital, les perspectives d'investisseurs potentiels, etc. »*

Les autres banques membres du syndicat ont un rôle de placement et de garantie de l'opération d'émission. C'est un rôle beaucoup moins important mais souhaitable par l'émetteur et la banque chef de file car elles participent à l'effort final qui est le placement des titres. Elles ont aussi un rôle de service après-vente puisqu'elles doivent couvrir l'émetteur en recherche après la cotation, animer le titre et assurer un ancrage boursier après coût.

Cependant, il ressort de nos discussions que le rôle de ces membres du syndicat bancaire se réduit au fil des années, étant donné la faible quantité de titres à placer et le faible retour d'ordres de la part des investisseurs, ces derniers privilégiant les rapports avec le banquier chef de file. Notre interlocuteur de Calyon illustre cela : *« Le rôle le plus important est celui de teneur de plume ou bookrunner. Le coordinateur global ou*

bookrunner est celui qui décide du prix et des allocations. Les investisseurs savent que le chef de file supérieur décide des allocations, donc auront naturellement tendance à passer leurs ordres chez ce dernier et vont marginaliser les autres banques du syndicat. Ils savent que s'ils veulent être servis, c'est le bookrunner qui prend les décisions... Vous devez savoir que les coordinateurs globaux récupèrent entre 70 % et 90 % de la demande, le reste du syndicat est donc complètement marginalisé. »

En ce qui concerne les rapports entre la/les banques chefs de file et les autres membres du syndicat, il apparaît suite à nos entretiens que les banques chefs de file supervisent et animent le travail du reste du syndicat. Se positionnant comme interface entre l'émetteur et les membres du syndicat, le chef de file se doit de transmettre les informations sur le prospectus et sur la construction du carnet d'ordres. En retour, il reçoit des informations de la part des membres du syndicat qui vont agir en tant que « *courroie de transmission* ». Ces informations émises par les analystes de ces banques sur leur perception de l'opération, sur l'appétit des investisseurs, leurs positions de prix et leurs intentions seront transmises à la banque chef de file qui va agir en tant que centralisateur. Pour Lazard Ixis : « *Au final, le chef de file est à la fois un facteur d'information et d'instruction vis-à-vis des autres et un réceptacle, un centralisateur d'informations de façon à ce qu'il puisse faire les recommandations les plus adaptées à son client. »*

2-2-3 Les critères de sélection Emetteur / Banque chef de file

a- Sur quels critères l'émetteur choisit-il la banque chef de file ?

Les entretiens réalisés avec nos émetteurs montrent que le choix d'une banque chef de file pour la direction d'une introduction en Bourse est contrasté. En effet, la sélection semble reposer sur trois critères plus ou moins essentiels chez les uns et les autres : le critère relationnel, le critère de compétence et le critère de réputation.

Concernant le critère relationnel, nos interlocuteurs de 123 Multimédia, APRR, SMTPC et Biomérieux confirment l'importance des relations avec les banques d'affaires et leurs managers. En effet, le relationnel va consister, pour l'émetteur, à attribuer le mandat d'introduction en Bourse à une banque chef de file en raison de l'ancienneté de ses relations d'affaires ou de ses relations personnelles avec les dirigeants. Les propos de 123 Multimédia justifient clairement l'importance de ce relationnel : « *Ensuite, il y a aussi dans toute aventure le facteur humain qui entre en compte et les managers de CSFB qui se sont occupés de notre dossier sont des professionnels. Ils ont très bien assimilé notre*

activité, nos besoins et contraintes et ont globalement fourni un service très satisfaisant. »

Pour notre interlocuteur d'Oxbow, la relation personnelle avec le responsable du projet d'introduction en Bourse est un motif suffisant pour l'attribution d'un mandat d'émission, indépendamment de la qualité de la banque ou de sa réputation : *« La personne en charge de l'opération a fait un très bon travail au niveau de l'Autorité des marchés financiers, puis elle est partie travailler dans une autre banque. A l'avenir, je travaillerai donc avec cette personne, peu importe la banque et les commissions exigées par cette dernière. »*

Nous remarquons également que l'ancienneté des relations de travail est un critère important dans la sélection de la banque chef de file. C'est un facteur suffisant de confiance. En effet, l'entreprise désireuse de s'introduire en Bourse préfère attribuer le mandat d'introduction en Bourse à la banque avec laquelle elle travaille habituellement, compte tenu de l'historique des opérations et de la production d'informations privées générées, ce qui semble créer un climat de confiance entre les deux parties. Pour SG CIB : *« De mon point de vue, quand vous mandatez une banque, vous la mandatez sur la base de la proximité relationnelle, mais aussi sur la confiance que vous pouvez avoir envers ses dirigeants, et cette confiance se crée à travers l'expertise et le professionnalisme de cette dernière. »* Cette confiance qui régit les relations émetteur/introducteur est développée par Fernando, Gatchev et Spindt (2005). En effet, pour ces auteurs, une des hypothèses développées consiste à dire que cette relation est une relation transactionnelle plutôt que relationnelle, dans le sens où l'émetteur peut changer de banque chef de file s'il n'a pas été convaincu de ses prestations. Au cours de nos entretiens, nous remarquons que l'émetteur attribue le mandat d'introduction à la banque avec laquelle il a eu des relations historiques mais qui a fait *« ses preuves »*. C'est la satisfaction de l'émetteur par rapport aux opérations précédentes qui fait que la banque est sélectionnée pour être chef de file.

Cette relation historique joue beaucoup dans l'attribution du mandat d'introduction en Bourse dans le sens où cela permet à l'entreprise émettrice de récompenser sa banque pour sa fidélité. On retrouve cet argument dans les propos de notre interlocuteur de Biomérieux : *« Ce genre d'opération est très rémunérateur pour la banque, c'était donc l'occasion de rémunérer, dans des conditions de qualité de prestations, la fidélité de certains de nos banquiers. »*

Pour sa part, le critère de compétence est très important dans l'attribution du mandat d'introduction en Bourse à une banque chef de file. Dans les entretiens menés auprès de Sanef, Pages Jaunes, APRR, Maroc Télécom, Oxbow, nous remarquons que la sélection de l'intermédiaire-introducteur est un processus assez complexe basé sur un appel d'offres.

Les banques sont présélectionnées sur la base de leur dossier écrit et de leur prestation orale. La sélection du chef de file se fait à partir de la prestation des banques au moment de leur *pitch*. Cette démarche marketing est un moment important pour l'entreprise émettrice car la présentation orale permet de déceler l'aptitude des banques à comprendre les objectifs et besoins de l'émetteur mais aussi l'orientation et les enjeux d'une cotation. Pour le responsable de Pages Jaunes : *« Il s'agit d'un processus assez compliqué : il y a eu une première présélection sur dossier, nous avons fait un appel d'offres et leur avons demandé de nous remettre une première réponse en quelques jours pour voir quelle compréhension ils avaient du secteur et ce qu'ils pensaient pouvoir faire sur le placement. »*

Cette présélection des banques chefs de file sur leur *pitch* semble envoyer un signal positif aux investisseurs dans le sens où la firme émettrice montre qu'elle sélectionne l'introducteur sur sa compétence et sa bonne compréhension des besoins de la firme et du secteur dans lequel opère cette dernière. L'interlocuteur de Maroc Télécom estime que le choix de la banque chef de file s'est fait indépendamment de l'historique des relations entre l'entreprise émettrice et la banque, mais aussi entre l'actionnaire principal (l'Etat) et la banque. Pour ce responsable, l'appel d'offres a engagé l'Etat, par conséquent, la sélection de la banque chef de file doit être un gage de transparence par rapport aux investisseurs.

Nous remarquons pour Pages Jaunes qu'une phase de pré-marketing a permis de prendre la décision finale sur le choix de la/les banques chefs de file. En effet, cette épreuve permet à l'entreprise de se faire une idée sur la capacité de placement des banques sélectionnées, leur force de vente, leur carnet d'adresses et aussi leur surface financière. Pour le responsable de Pages Jaunes, cette phase de pré-marketing a permis de rencontrer les investisseurs potentiels et aussi de comparer les différentes fourchettes de prix proposées par ces banques pour le placement des titres : *« A partir de là, nous avons sélectionné neuf banques et leur avons demandé de réaliser une opération de pré-marketing, d'aller rencontrer un certain nombre d'investisseurs et de revenir vers nous avec des propositions de fourchette de prix pour le placement. A l'issue des retours des investisseurs et du travail qui a été fait au niveau du pré-marketing, nous avons désigné les banques ainsi que leur classement, c'est-à-dire les chefs de file par rapport aux co-chefs de file, etc. La sélection s'est faite en fin de compte en plusieurs phases. »*

Nous remarquons dès lors que l'intensité des rapports entre la banque d'affaires et ses investisseurs institutionnels est un atout primordial dans le choix par l'émetteur de la banque introductrice. La réussite d'une opération d'introduction en Bourse pour l'émetteur

réside notamment dans la force de vente de la banque et dans la qualité de ses contacts avec les investisseurs. Sur la majorité des entretiens effectués, nous notons que les entreprises émettrices ont choisi deux banques chefs de file ou plus lors de l'attribution du mandat d'introduction en Bourse. Cette situation montre qu'il n'y a pas d'exclusivité du mandat de chef de file. L'analyse des entretiens révèle que les entreprises vont sélectionner plusieurs banques chefs de file :

- une banque française avec laquelle la firme émettrice a une relation historique et une banque internationale disposant d'une bonne clientèle institutionnelle et d'une bonne capacité de placement, complémentaire du point de vue géographique de la première ;

- plusieurs banques chefs de file dans le cas d'émissions internationales, sur la base de leur compétence et de leur réputation sur le secteur d'activité de la firme émettrice.

Nous remarquons à travers nos entretiens que l'association de plusieurs banques chefs de file est reliée positivement à la taille de l'introduction en Bourse, au type d'émission (les émissions internationales nécessitent plusieurs chefs de file et des syndicats plus larges) et aux exigences de l'émetteur (incorporation de banques pour des raisons d'ancienneté de relations). Ces résultats confortent les hypothèses développées dans la littérature financière et relevées dans notre étude de cas.

Enfin, le critère de réputation lors du choix d'une banque chef de file par la firme émettrice ressort également dans nos entretiens. Toutefois, nous remarquons que ce critère de réputation est défini et perçu de manière différente selon nos interlocuteurs. En effet, pour l'interlocuteur de 123 Multimédia, la sélection de la banque chef de file a été faite sur la base de sa réputation définie par sa taille sur son secteur d'activité. Pour les interlocuteurs de Maroc Télécom et Pages Jaunes, la sélection des chefs de file s'est faite sur la base de leur réputation définie par l'historique des opérations antérieures menées par ces banques et leur expérience dans des dossiers similaires. Pour le responsable d'APRR, la sélection du chef de file s'est faite sur la base de sa réputation internationale à travers sa force de frappe institutionnelle et la qualité de son équipe. Enfin, pour nos interlocuteurs de Biomérieux et de la Sanef, la sélection s'est faite sur la base de la réputation de la banque chef de file définie par sa notoriété. Cette notoriété consiste à sélectionner la « *banque la plus connue* », c'est-à-dire la banque la mieux perçue par les marchés financiers.

Nous observons donc que les entreprises émettrices utilisent aussi le critère de réputation dans le choix de la banque chef de file. Les propos de nos banques interviewées confirment cette sélection sur la réputation du banquier mais uniquement pour les

entreprises de grande taille. En effet, le responsable Marché primaire Actions de Natexis Bleichroeder confirme que la sélection d'une banque chef de file réputée dépendra fortement de la taille de l'émetteur et du marché sur lequel celui-ci désire opérer. Une entreprise de grande taille, multi-utilisatrice des services des banques, optera plus pour un appel d'offres, et donc une mise en compétition des banques à travers le classement de ces dernières. Ceci lui permettra de sélectionner les banques en fonction de plusieurs critères tels que l'expertise dans le secteur, l'expérience dans le domaine des introductions en Bourse, leurs parts de marché. En revanche, une entreprise de petite taille sera moins attentive à ce critère de réputation car elle optera pour un service de qualité d'un petit établissement spécialisé, capable de réaliser l'opération et d'assurer le suivi de l'entreprise sur le marché secondaire, ce qui semble faire défaut aux grandes banques internationales. Les propos tenus par notre interlocuteur confirment cela : *« En ce qui concerne le critère de réputation, tout dépend du marché dans lequel sera cotée l'entreprise. Si vous prenez les très grandes opérations d'introduction en Bourse, à l'image de Legrand, l'aspect league table est important parce qu'il va falloir être capable de gérer une très grosse opération avec beaucoup de paramètres... Une entreprise qui s'introduit sur Alternext ou dans le compartiment d'Eurolist ne se soucie pas de s'attacher les services d'une banque d'affaires réputée à l'image de Goldman Sachs ou BNP. Ce que cherche cette entreprise, c'est un service personnalisé. Il faut dire que le critère de réputation dépend beaucoup de la taille de l'entreprise. »*

En conclusion, nous remarquons que le choix d'une banque chef de file se fait sur la base d'un « mix » de critères et selon les convictions de l'entreprise émettrice. Certains émetteurs préféreront attribuer le mandat d'introduction en Bourse à la banque avec laquelle ils ont un historique et une relation de confiance confortée au fil des opérations, en faisant abstraction de sa réputation ou de sa notoriété. Il s'agit ainsi de récompenser ces banques pour leur fidélité et leur politique d'accompagnement de l'entreprise durant ses différents cycles de vie. D'autres émetteurs sélectionneront la banque chef de file en fonction de ses compétences, de sa motivation à mener l'opération et de sa créativité dans le projet d'introduction en Bourse. Enfin, certaines entreprises vont sélectionner le chef de file en fonction de sa réputation sur le marché des introductions en Bourse définie par sa part de marché, sa taille, sa notoriété et son classement dans les *league tables*.

b- Sur quels critères le chef de file sélectionne-t-il l'entreprise émettrice ?

Les différents entretiens réalisés auprès des banques chefs de file ont confirmé l'existence de critères multiples dans leur sélection des mandats d'introduction en Bourse. La sectorisation des banques d'affaires prédispose ces dernières à se lancer dans tous les types d'émission. Il semble cependant que les secteurs à faible croissance et les secteurs dits « sensibles » (téléphone rose, jeux, etc.) sont écartés.

Les banques introductrices apprécient la qualité de l'entreprise désireuse de s'introduire en Bourse à travers différents paramètres tels que le potentiel de l'entreprise, sa rentabilité et la confiance de son management. Pour Natexis Bleichroeder, « ... *il y a un regard certain sur la qualité des entreprises, parce que les banques mettent leur nom sur une plaquette, et veulent donc éviter que la société fasse faillite dans les trois mois. Il y a à la fois une recherche tout secteur d'activité, mais en même temps une grande vigilance sur la qualité des entreprises et nous savons qu'un tri se fait par toutes les banques à l'entrée, sur l'âge de la firme, sa rentabilité, etc.* »

S'agissant de la sélection des mandats sur la base des caractéristiques de l'opération d'introduction en Bourse, nos interlocuteurs affirment que la taille et la rentabilité de l'opération sont des critères essentiels. En effet, la liquidité de l'entreprise est importante car elle permet à la banque de rentabiliser l'opération. Le responsable de Lazard Ixis affirme : « *Nous recherchons les entreprises qui peuvent être le plus liquides. Suivre l'entreprise et l'introduire en Bourse est un travail assez lourd qui impose un coût fixe. Par conséquent, plus le placement est important, plus vous avez des chances de rentabiliser l'opération parce que vos commissions peuvent être étalées sur un montant plus important. Vous sélectionnez donc en priorité les entreprises les plus prometteuses et les plus liquides.* »

Pour sa part, notre interlocuteur de Calyon précise que les banques américaines ont tendance à sélectionner des mandats d'introduction en Bourse avec le souci de classement dans les *league tables* et affirme que cette dérive tend à se généraliser en Europe : « *Il est possible de choisir des mandats par souci de classement dans la league table. Les banques américaines en fin d'année sont assez spécialistes de cela. Elles raflent des mandats en pratiquant du dumping sur les commissions pour être justement bien classées au niveau mondial. Ceci existe également en Europe. C'est un phénomène de plus en plus d'actualité. C'est le fait des Américains.* »

c- Qui décide de la constitution du syndicat bancaire ?

Nous relevons lors de nos différents entretiens que la liberté de constitution du syndicat bancaire par le banquier chef de file n'est pas communément admise par tous nos interlocuteurs. Pour le responsable de 123 Multimédia, c'est le banquier chef de file qui a choisi les membres du syndicat en fonction de ses rapports avec les banques et du profil des investisseurs potentiels. Il affirme : « *Le choix des autres banques du syndicat a été décidé par CSFB car nous leur avons fait totalement confiance. Elle a choisi ces banques sur la qualité des rapports qu'elle entretenait avec elles mais également en tenant compte de leurs complémentarités. Plusieurs critères sont pris en compte tels que la nationalité de l'investisseur, sa taille, sa spécialisation, etc. C'est dans ce sens que Société Générale a été sélectionnée. CSFB est une banque internationale, implantée dans les pays anglo-saxons et Société Générale a une très forte emprise sur le marché français.* »

Pour d'autres, le choix des membres du syndicat s'est fait selon l'historique des bonnes relations entre l'actionnaire principal et les banques sélectionnées. Pour notre interlocuteur de SANEF : « *Pour les autres membres du syndicat qui ont effectué le placement des titres, nous avons choisi nos deux banques conseils UBS et BNP. Puis les autres banques ont été choisies selon l'historique des bonnes relations entre l'Etat et ces banques, sur la base des ouvertures de capital précédentes. L'Etat a son benchmark personnel et l'arbitrage qui est fait pour le choix de telle ou telle banque nous échappe totalement. Même si, officiellement, c'est la SANEF qui choisit les autres membres du syndicat, il est certain que c'est notre actionnaire principal qui le fait.* »

Cependant, pour Pages Jaunes et Biomérieux, nous remarquons que la sélection des membres du syndicat s'est faite selon le même processus de sélection du banquier chef de file, dans le sens où le classement des banques par l'émetteur après l'appel d'offres a fourni un rang aux différentes banques sélectionnées. Ainsi, les banques les mieux classées aux différents niveaux du syndicat bancaire étaient prioritaires. Pour Pages Jaunes : « *A l'issue des retours des investisseurs et du travail qui a été fait au niveau du pré-marketing, nous avons désigné les banques ainsi que leur classement, c'est-à-dire les chefs de file par rapport aux co-chefs de file, etc. La sélection s'est faite en fin de compte en plusieurs phases.* »

Ces observations vont dans le sens des résultats empiriques de Cooney, Hill, Jordan et Singh (2004) qui ont montré que les membres du syndicat se concurrencent pour être

choisis par l'émetteur et que la sélection des membres du syndicat, après consultation entre la banque chef de file et l'émetteur, se fait sur la base de la force de vente des banques, de leur capacité de placement des titres à une clientèle particulière ou dans une zone géographique déterminée et de leur bonne couverture par les analystes.

De leur côté, les banques chefs de file françaises semblent être partagées sur ce sujet, même si elles admettent que l'émetteur est de plus en plus impliqué dans la constitution du syndicat bancaire. Pour Calyon, Société Générale et Natexis, l'émetteur a le dernier mot dans la constitution du syndicat. Il désigne un syndicat bancaire dans lequel il choisit une banque chef de file. Notre interlocuteur de Calyon précise : « *Autrefois, le chef de file se chargeait de sélectionner les autres banques. Aujourd'hui, l'émetteur s'implique de plus en plus. Il a ses vues, donc même si une banque chef de file de réputation lui précise que la banque qu'il veut choisir n'est pas performante, il n'en tiendra pas compte.* » Pour Société Générale : « *Le syndicat bancaire est sélectionné par l'émetteur. Il désigne le chef de file. Le reste du syndicat va souvent être composé de banques non sélectionnées pour la fonction de chef de filat. Il est certain qu'une banque comme Morgan Stanley n'accepterait pas d'être co-chef de file ou manager dans une introduction en Bourse de petite taille. Par contre, si l'opération d'émission est très significative, elle figurera dans le syndicat.* » Pour sa part, notre interviewé de Natexis confirme : « *Pour moi, c'est l'émetteur qui constitue le syndicat bancaire. Il peut dans certains cas se faire plus ou moins aider par sa banque chef de file, mais tout dépend de la taille de l'opération, du nombre de banques dans le syndicat, et de sa connaissance du marché... Vous avez également des entreprises qui ont des relations bancaires importantes et qui insistent pour que leurs principaux banquiers partenaires fassent partie du syndicat. Si vous prenez le cas d'une entreprise informatique qui est très peu bancarisée, qui a peu d'historique et peu de connaissances, elle s'en remettra à sa banque chef de file. Pour moi, celui qui a donc clairement le dernier mot est l'émetteur.* » Ces propos rejoignent ceux tenus par nos interlocuteurs de Biomérieux et Pages Jaunes et confirment les travaux de Titman et Trueman (1986) et Benveniste *et al.* (2003) sur le choix du syndicat bancaire par l'émetteur.

Pour les autres banques chefs de file interviewées, la constitution du syndicat est un processus interactif entre l'émetteur et la banque chef de file. Ceux-ci se concertent sur les membres du syndicat qui réaliseront l'introduction en Bourse. L'émetteur a ses vues, c'est-à-dire qu'il peut imposer que sa banque historique ou toute autre banque fasse partie du syndicat. Cependant, la banque chef de file lui apporte son soutien lors de la constitution

du syndicat, étant donné qu'elle est plus à même de connaître les banques ayant un *track record* dans le domaine des introductions en Bourse, et qui peuvent être complémentaires d'un point de vue géographique. Pour le responsable d'HSBC CCF : « *Le syndicat est constitué par les parties prenantes d'un commun accord. Vous avez un client qui paie des commissions, s'il a des volontés, il les impose ; s'il n'en a pas, il demande l'avis de la banque chef de file. Il s'agit d'un processus assez interactif. Nous sommes responsables d'un process global, les autres membres du syndicat bancaire sont donc des sous-traitants. Si nous avons une expérience très mauvaise avec un établissement, c'est notre devoir de dire à notre mandant que nous ne recommandons pas cette banque. Mais si cette banque est choisie par l'émetteur, c'est son droit. Il n'y a pas de droit de veto de la banque introductrice sur les autres partenaires financiers.* » Ceci conforte les résultats de Fernando, Gatchev et Spindt (2005) sur le choix mutuel des intervenants.

Nous observons également que la liberté de constitution du syndicat bancaire peut être influencée par la réputation du banquier chef de file et surtout par le pouvoir de négociation de ce dernier. En effet, la réputation de certaines banques internationales leur confère un pouvoir de négociation vis-à-vis des émetteurs. Les propos du responsable de Lazard Ixis confirment cela : « *Il est vrai que l'émetteur a son mot à dire, mais en dernier lieu, c'est le chef de file qui décide des membres du syndicat. Tout dépend bien sûr aussi du pouvoir du chef de file vis-à-vis du donneur d'ordre. Certains chefs de file sont très puissants et souvent les émetteurs ne se retrouvent pas en position de force pour décider qui va être dans le syndicat bancaire... Les grandes banques américaines ne sont pas intéressées par les petits mandats. Ce sont de grandes organisations, si vous ne faites pas comme elles disent, vous prenez vos responsabilités.* »

d- Quelle est la définition d'une banque de « bonne réputation » ?

Compte tenu de cette notion de « réputation » que nous relevons dans la littérature financière et que nous avons tenté de définir, il nous a paru intéressant d'avoir l'avis de nos interlocuteurs sur cette notion de banque « réputée ».

En effet, l'entreprise émettrice va emprunter le nom d'une banque chef de file pour certifier le prix d'émission et donc la qualité de l'opération d'introduction en Bourse. Cependant, ces banques ont des noms qui n'ont pas la même valeur. Ainsi, certaines banques internationales telles Morgan Stanley ou Merrill Lynch ont des noms avec une

valeur reconnue mondialement et qui bénéficient d'une grande notoriété. Dans ce contexte, comment est définie la réputation de la banque chef de file par nos interlocuteurs ?

Pour nos interviewés, la notion de réputation d'une banque est définie sur des critères objectifs, tels que sa capacité de placement, sa capacité de recherche et non pas sur des critères de classement. Notre interlocuteur de Biomérieux confirme : « *La réputation sans critères objectifs me paraît inacceptable... Personnellement, je suis assez sceptique sur les classements de quelque nature que ce soit, faits par certaines revues dont on ne connaît pas l'indépendance par rapport aux entreprises qui sont évaluées.* » A l'inverse, pour les banques chefs de file, le classement est une preuve certaine de la réputation des banques, car ces classements se font sur la base d'un historique d'opérations et d'un ensemble de critères quantitatifs qui justifient leur positionnement dans ces classements. Pour HSBC CCF : « *Une banque qui réalise plusieurs opérations est comme un chirurgien, plus vous réalisez des opérations, meilleur vous êtes, car plus vous êtes dans le marché et plus vous savez ce que veulent les investisseurs.* » Cet argument est repris par notre interlocuteur de SG CIB qui considère que le classement dans une *league table*, sur la base de la part de marché du banquier chef de file dans un secteur donné ou sur une zone géographique précise, est un critère suffisant de choix d'une banque, étant donné qu'elle a réalisé un grand nombre d'opérations et que les émetteurs lui font confiance. Il souligne : « *La league table n'est pas une référence. C'est une conséquence. Si vous êtes meilleur, c'est parce que vous avez réalisé des opérations. Les banques ne sont pas dans ces classements par hasard. Si vous possédez la meilleure part de marché, c'est que vos clients ont été suffisamment satisfaits de votre travail et que les opérations précédentes ont plaidé pour vous pour des transactions nouvelles.* »

Hormis le critère de classement, nos interlocuteurs s'accordent à dire qu'une banque chef de file de bonne réputation est une banque disposant d'une bonne capacité à sélectionner les investisseurs et à les profiler en fonction de l'offre de l'émetteur, mais disposant également d'une forte capacité de placement. Cela implique de posséder tous les moyens techniques et humains pour placer un grand nombre de titres en très peu de temps. Nous retrouvons ces arguments dans les propos de notre interlocuteur de 123 Multimédia : « *Les critères qui qualifient une banque de bonne réputation sont sa taille, ses introductions ou opérations réalisées, ses références sur les sociétés qu'elle a introduites, les opérations de fusion et acquisition qu'elle a menées à bout, sa couverture au niveau de l'analyse des investisseurs qu'elle connaît, sa capacité à présenter les bons investisseurs, à*

bien les sélectionner en fonction de l'offre et de la société. Après, bien sûr, il y a le facteur humain. Vous pouvez avoir la meilleure banque qui soit, si la personne que vous avez en face ne convient pas, c'est forcément beaucoup plus délicat. »

Une banque de bonne réputation est aussi créative et va se distinguer par l'originalité de ses propositions. C'est une banque disposant de managers très compétents, qui ont un rôle de conseil et qui instaurent un climat de confiance avec l'émetteur. Notre interlocuteur de la SANEF insiste sur le fait que toutes les banques se valent sur le marché mais que la meilleure banque chef de file est celle qui apporte une valeur ajoutée supplémentaire par rapport aux autres : *« Toutes les banques ont en gros de bons techniciens et personne ne dit d'idioties, mais il y a le petit plus qui est subjectif, à savoir le conseil de haut niveau donné au bon moment. »*

Parmi les critères de réputation d'une banque, nous relevons également la notoriété. En effet, une banque de bonne réputation est une banque qui est connue et reconnue par ses partenaires et aussi par les émetteurs. « Le bouche à oreille » semble être un gage de la qualité de la banque chef de file. Cette notoriété de la banque repose aussi sur la notoriété de ses managers. Le facteur humain est alors prépondérant, comme le souligne notre interlocuteur d'Oxbow : *« Pour ma part, si je dois choisir un partenaire, je vais avant tout me fier à ce que me disent les personnes que je connais, d'autres émetteurs, le bouche à oreille, plutôt que ce que le commercial veut vendre ou ce que je peux en lire. Je suis persuadé que la personne fait la banque. C'est l'humain que vous avez en face, au-delà de la marque et de l'uniforme qu'il porte. D'ailleurs, vous remarquez bien que les clients partent avec leurs banquiers. Comme le monde des intermédiaires financiers est de taille réduite, vous validez toujours par vos connaissances s'ils étaient bons sur une opération qu'ils ont menée avec quelqu'un que vous connaissez. »*

2-2-4 Quels sont les points de négociation entre l'émetteur et la banque chef de file ?

Les relations entre la firme émettrice et la banque chef de file lors des introductions en Bourse ont une portée commerciale dans le sens où des négociations ont lieu de part et d'autre sur l'opération. Les entretiens montrent qu'il existe deux points de négociation importants : le prix d'offre et/ou les commissions bancaires.

a- La négociation du prix d'offre

La première étape principale d'une introduction en Bourse est la fixation du prix d'offre. Nous remarquons à travers nos entretiens que le prix d'offre naît de la discussion entre les différents intervenants dans une introduction en Bourse, à savoir les cabinets d'avocat, les actionnaires majoritaires et les banques chefs de file.

Certaines entreprises fixent leur prix d'offre à partir de leurs propres outils internes d'évaluation et/ou effectuent des valorisations par l'intermédiaire de cabinets d'audit/conseil, ceci dans le but de négocier et valoriser au mieux leur entreprise lors de la discussion avec le banquier chef de file. Nous pensons alors que les entreprises qui disposent de moyens internes d'évaluation sont de taille assez conséquente, et disposent d'un pouvoir de négociation du prix d'offre beaucoup plus important.

Comme le souligne notre interlocuteur d'Oxbow, la fixation du prix d'offre est un élément important dans la stratégie décisionnelle de l'entreprise. L'écart possible entre le prix proposé par la banque chef de file avant la cotation et la fourchette de prix recommandée par les analystes montre que les banquiers introducteurs peuvent être tentés de valoriser l'entreprise à un prix qui ne reflète pas la « juste valeur » de la firme, ceci dans le but de proposer un prix attractif qui se distingue des banques concurrentes et qui pourrait inciter l'entreprise à attribuer le mandat d'introduction en Bourse à cette banque. Il est ainsi recommandé, comme le souligne l'interlocuteur d'Oxbow, de demander une analyse indépendante en termes de valorisation : *« Je pense qu'ils nous ont évalués à notre juste valeur, mais nous ont attirés avec une valorisation qui était plus intéressante. Au début de l'histoire et de l'argumentation faite par les banques, ils nous ont dit que l'introduction en Bourse pouvait se faire à un cours donné, mais nous avons remarqué par la suite un écart entre ce cours et la fourchette haute... D'ailleurs, avec du recul, si je pouvais revenir en arrière, j'aurais demandé une analyse indépendante en termes de valorisation. Je pense qu'il est plus prudent de demander une contre-expertise. »*

Le prix d'offre apparaît comme un véritable enjeu entre la/les banques chefs de file et l'émetteur. A partir du moment où la banque chef de file est choisie, les objectifs de la firme émettrice et de l'intermédiaire-introducteur peuvent diverger en raison des différents conflits d'intérêts susceptibles de survenir entre les actionnaires et le management de l'entreprise, puis entre les actionnaires et la banque chef de file. Le management souhaite que l'opération d'introduction en Bourse soit un succès, car il désire une progression linéaire de son cours de façon à ce qu'il ne se justifie pas sur une éventuelle stagnation ou

régression du titre. L'actionnaire, en revanche, cherche à maximiser ses revenus et donc souhaite que le cours soit très haut afin de faire le plus de profit. Enfin, le banquier chef de file va tirer la corde dans l'autre sens pour maximiser la probabilité de réussite de l'opération et ne pas rencontrer de difficultés de placement des titres.

Notre interlocuteur de 123 Multimédia expose clairement ce point de vue : *« Il y a bien sûr des divergences, des points de vue différents. C'est de la discussion et de la confrontation des opinions que naissent les projets, mais jamais des points de rupture. L'offre a été sursouscrite entre 9 et 10 fois. Il n'y avait plus de limitation de prix, nous aurions donc pu fixer un prix d'offre tout en haut de la fourchette. Au contraire, nous avons décidé de nous mettre en milieu de fourchette pour laisser une marge. Il est clair que nous avons besoin de lever des fonds, donc plus le prix d'offre était élevé, plus les actionnaires étaient ravis. Mais la banque nous a bien fait comprendre qu'il fallait laisser une marge de manœuvre aux investisseurs pour qu'ils soient satisfaits, qu'ils nous suivent dans le long terme et qu'ils ne spéculent pas sur le titre... C'est l'expérience du chef de file qui nous a convaincus... »*

Nous remarquons dès lors que la banque chef de file semble freiner la volonté des entreprises de maximiser le prix d'offre. Certains de nos entretiens montrent que la banque chef de file va convaincre l'entreprise émettrice de fixer un prix d'offre raisonnable qui garantit le succès de l'opération d'introduction en Bourse et qui laisse une marge de progression du cours. Notre interlocuteur de SMTPC souligne : *« Dans une introduction en Bourse, le prix d'offre est toujours faible pour l'émetteur et toujours trop élevé pour l'investisseur. Si nous plaçons à cent euros, il n'est pas sûr que l'on ait autant d'acheteurs. Ce que m'ont appris ces banquiers, c'est qu'en fixant un prix trop élevé, cela impacterait négativement l'image de l'entreprise au niveau du marché, car il n'y a rien de pire que d'avoir du mal à placer un titre ou de le voir baisser. »* Les banques chefs de file interviewées confirment que la valorisation demeure le principal point de négociation car les émetteurs pensent valoir toujours plus que ce qui est estimé par le marché.

La confrontation et la prise de position du management lors de la détermination du prix d'offre nous sont relatées par notre interlocuteur d'APRR : *« Il y a eu des divergences entre HSBC et nous, dans la mesure où l'Etat protège l'intérêt patrimonial national. Nous avons eu des discussions acharnées à propos de la fixation du prix d'offre à l'intérieur de la fourchette de prix. Il faut quand même rendre hommage à notre management qui s'est battu pour que le prix d'offre soit juste et qu'il permette aux particuliers de réaliser une plus-value sur les titres dès la cotation. »*

b- La négociation des commissions bancaires

Le second point de négociation qui revient dans certains de nos entretiens concerne les commissions bancaires supportées par l'entreprise émettrice lors de l'opération d'introduction en Bourse. Il convient tout d'abord de présenter l'avis de nos interlocuteurs sur ces différentes commissions.

Les commissions versées au syndicat bancaire se composent des commissions de direction (*management fees*), des commissions de garantie (*underwriting fees*) et des commissions de placement (*selling fees*). Nous remarquons à travers nos entretiens que les entreprises émettrices supportent des frais lors de la pré-introduction ou coûts *ex ante*, comme nous l'avons souligné dans le premier chapitre. Ces frais restent cependant minimes et difficilement mesurables par rapport aux commissions versées aux différents intervenants. Ce sont des frais liés à une réorganisation d'activité, à une mise à niveau de la communication financière afin de permettre des gains de productivité et d'efficacité. Tous les interlocuteurs s'accordent à dire que les frais liés à la pré-introduction sont nécessaires et ne peuvent être que productifs pour l'entreprise, mais restent cependant minimes par rapport aux frais de rémunération des intermédiaires. Notre interlocuteur de Pages Jaunes justifie : « *Très peu de coûts ont été liés à la préparation de l'introduction en Bourse. Nous n'avons pas réorganisé notre activité, mais il y a eu un certain nombre de transferts de filiales, de mise à niveau de contrats intra-groupes, ce qui a entraîné des frais non représentatifs par rapport aux coûts des intermédiaires.* »

Toutefois, l'un de nos interlocuteurs insiste sur l'impact négatif que peuvent avoir ces coûts de pré-introduction sur l'activité de l'entreprise. Le responsable de 123 Multimédia explique : « *En matière de reporting et de réorganisation des activités, la pré-introduction génère des frais importants. Les besoins d'une société cotée sont bien plus importants. Vous devez donc faire face à de nouveaux frais en matière de communication, notamment financière. A côté de ces frais, vous avez les frais indirects, à savoir les frais de déplacement de l'équipe, mais ce qui est plus difficile à quantifier est le coût de mobilisation du management dans ce processus. En effet, la période pendant laquelle le management est impliqué dans le processus d'introduction en Bourse a un impact certain sur l'activité de l'entreprise.* »

D'après nos entretiens, il apparaît que les commissions bancaires représentent 50 à 65 % des frais liés à l'introduction en Bourse. A titre d'illustration, nous présentons le détail de ces frais chez Pages Jaunes : « *Il y avait dans la note d'information une estimation*

globale de l'enveloppe. Il y a eu deux tranches de frais : une tranche assez fine qui était la rémunération des deux banques conseils qui ont préparé en amont l'introduction en Bourse avant la sélection du syndicat ; ensuite la tranche de rémunération des membres du syndicat où nous avons les commissions de direction, les commissions dites de garantie ainsi que les commissions de placement, cela représentant à peu près 1 à 2 %. Il y avait en résumé une commission fixe et une commission proportionnelle au placement. »

Ces propos sont confirmés par les banques chefs de file qui affirment l'existence d'un barème traditionnel 20/20/60 tel que relevé dans la littérature financière, soit 20 % pour la commission de direction, 20 % pour la commission de garantie et 60 % pour la commission de placement. Tout ceci constitue une commission globale qui fait l'objet de vives négociations. Il existe aussi une commission discrétionnaire remise par l'émetteur à sa discrétion si ce dernier est satisfait du travail réalisé lors de l'opération d'introduction en Bourse. Ces commissions sont perçues sur le produit de la vente, dès le règlement-livraison. Seule la commission de garantie est généralement payée plus tard car elle est imputée sur des frais liés à l'activité de stabilisation. L'ensemble des commissions est versé à la banque chef de file qui les redistribue aux autres membres du syndicat. Notre interlocuteur de HSBC souligne : *« Ce sont des commissions négociées de manière globale dès le début de l'opération. En général, il y a un barème traditionnel qui est 20/20/60, soit 20 % pour la commission de direction, 20 % pour la commission de garantie et 60 % pour la commission de placement. Vous pouvez avoir dans la commission de direction différents types de préciput, à savoir celui du coordinateur global et celui du chef de file. Les commissions sont versées au coordinateur global, qui les redistribue à son tour aux autres banques du syndicat. »*

Concernant la négociation sur les commissions bancaires, nos interlocuteurs de Sanef, APRR, SMTPC, Biomérieux et Oxbow reconnaissent que les frais des intermédiaires constituent un point de négociation important entre les actionnaires et le syndicat bancaire. Les possibilités de discussion de ces commissions sont réelles, comme le souligne l'interlocuteur de Biomérieux : *« Il faut savoir que, lors de la sélection du syndicat, nous avons eu plusieurs offres. Cela nous a donc permis de faire jouer la concurrence et faire en sorte que chacun soit rétribué. A la sortie, nous avons un barème commun, mais au départ il y avait des différences à la fois sur l'enveloppe globale et sur la structure de cette enveloppe. »*

Pour sa part, APRR affirme : *« Il y a eu une négociation sur le montant des commissions au niveau des contrats de syndication. Tous les contrats sont négociés, il y a*

une partie qui concerne la structuration de l'offre, la part de titres destinée aux particuliers, aux institutionnels, les avantages accordés aux particuliers notamment la décote... Cela a été plutôt des discussions que des négociations. »

Cependant, nous remarquons qu'il n'y a pas eu de négociations sur les commissions bancaires entre l'émetteur et la/les banques chefs de file pour nos interlocuteurs de Pages Jaunes, 123 Multimédia et Maroc Télécom. Ces commissions ont été fixées lors de la sélection des introducteurs. Il apparaît alors que ces frais faisaient partie des critères de sélection du banquier chef de file. La remarque du responsable de Pages Jaunes est très explicite : *« Il n'y a pas eu de négociation sur les commissions, car aux banques qui ont été sélectionnées, nous avons remis un fascicule mentionnant la structure des commissions qui était détaillée sur cinq pages. Il n'y a donc pas eu de négociation sur les commissions à percevoir. »* Nous retrouvons le même argument chez 123 Multimédia : *« Il n'y a pas eu de négociation sur les commissions à verser aux banques parce qu'elles ont été fixées lors du choix des membres du syndicat. Il est clair que vous avez toujours la possibilité de verser un pourcentage additionnel correspondant à votre degré de satisfaction, ce que l'on peut appeler le bonus de satisfaction. »*

Enfin, les banques chefs de file précisent que l'environnement concurrentiel en Europe fait que les commissions sur les opérations d'introduction en Bourse atteignent seulement 1 à 2 %. Aux Etats-Unis en revanche, ces commissions oscillent entre 5 et 7 % puisque les banques appartenant au *bulge bracket*, c'est-à-dire les banques à forte réputation, contrôlent le marché des mandats et les commissions y afférentes. Cette situation déplaît aux banques chefs de file européennes qui n'hésitent pas à accuser les grandes banques américaines de fixer des commissions plus basses en Europe pour gagner des parts de marché. Ce constat est bien traduit par notre interlocuteur de Calyon : *« Le marché américain est un cartel dominé par cinq ou six banques qui font la loi. Elles perçoivent des commissions comprises entre 5 et 7 %, alors qu'en Europe, ces commissions sont beaucoup plus faibles, notamment sous la pression des banques américaines qui ont profité historiquement des commissions dégagées sur le marché américain pour réaliser du dumping en Europe. »* Ces propos vont dans le sens des travaux de Chen et Ritter (2000) qui émettent l'hypothèse d'une collusion tacite entre les banques sur le marché des introductions en Bourse aux Etats-Unis.

Quant à la relation positive entre la réputation de la banque chef de file et les commissions exigées par cette dernière, telle que démontrée empiriquement dans la

littérature financière, nos interlocuteurs de SMTPC et Oxbow confirment que les banques les plus réputées exigent des commissions élevées. Le propos illustrant ce constat est celui de l'interlocuteur d'Oxbow qui critique le coût élevé des commissions bancaires : « *Je pense que la banque a pour métier de prendre des commissions. Certaines banques internationales exigent de fortes commissions et je trouve que cela est disproportionné par rapport au service rendu.* » Pour SMTPC : « *Le coût fait partie des éléments de choix. La réputation est primordiale, après vous avez le prix. Dans notre cas, nous avons choisi la banque qui coûtait le moins cher. Il n'y avait pas de grosse différence entre les deux banques françaises, soit 20 000 euros, par contre Calyon était plus chère car elle est plus réputée.* »

Cette relation positive est confirmée par nos banques interviewées qui affirment qu'une banque réputée « *fait payer sa marque, son nom comme dans n'importe quel produit* ». Il demeure que cette réalité est plus prononcée sur le marché américain que sur le marché européen étant donné la forte concurrence en Europe. Pour Société Générale : « *Plus les banques sont réputées, plus elles sont américaines. Elles vous facturent des commissions élevées car elles sont plus chères. Le marché américain est très efficace mais les commissions sont plus élevées qu'en Europe. Aux Etats-Unis, les banques appartenant au bulge bracket se font une moindre concurrence. En Europe, la concurrence est vive.* »

Cet argument prouve l'existence d'une relation positive entre la réputation de la banque chef de file et les commissions facturées, telle que démontrée par Chemmanur et Fulghieri (1994). En effet, ces derniers soulignent que plus la banque est réputée, plus elle va mener des opérations d'introduction en Bourse et plus elle va facturer des commissions élevées. Dans ce contexte, l'entreprise émettrice ne peut négocier car la banque chef de file justifie le niveau de ses frais par sa réputation et sa compétence.

2-2-5 La sous-évaluation des titres aux premiers jours de cotation

Nous avons expliqué dans notre revue de littérature le phénomène de sous-évaluation comme mécanisme d'inefficience des marchés financiers. A cela plusieurs raisons, notamment l'existence d'asymétrie d'information et l'envoi de signal aux investisseurs. Dans la pratique, que pensent les banques de cette décote souvent mal appréciée par les émetteurs ?

La question de la sous-évaluation aux premiers jours de cotation se justifie à l'unanimité par nos interlocuteurs bancaires chefs de file par la nécessité de mettre en

place une décote pour attirer les investisseurs. Ces derniers ne participent à des introductions en Bourse que s'ils savent que le cours de cotation va progresser et qu'ils vont pouvoir réaliser des gains certains. Ceci s'explique par le fait qu'un investisseur a le choix de souscrire à des titres cotés de sociétés comparables et que le seul moyen d'attirer son attention est de lui proposer une décote qui minimise le facteur risque supporté étant donné sa méconnaissance totale de la valeur de la société. Notre interlocuteur de Calyon précise : « *Il faut se mettre à la place des investisseurs. Un investisseur ne va pas souscrire à une introduction en Bourse alors qu'il existe sur le marché des sociétés comparables qui sont cotées. Il ne prendra pas le risque de souscrire s'il ne sait pas qu'il existe une prime à l'émission. La seule chose qui va l'inciter à choisir une entreprise qui s'introduit en Bourse est la décote par rapport à son secteur. Toutes les banques informent les émetteurs de la nécessité de la décote pour attirer les investisseurs. Une action qui augmente de 3 % n'intéresse pas ces derniers. Le seul moyen de trouver des investisseurs est de leur accorder des décotes très importantes.* »

Ces propos viennent conforter ceux de Société Générale : « *La sous-évaluation aux premiers jours aux Etats-Unis est un fait de gloire. Une entreprise se félicite que la progression initiale ait été très forte. Il peut y avoir un intérêt à ce que les investisseurs se disent que votre société se porte bien. Au risque de vous décevoir, beaucoup d'investisseurs vont imaginer qu'une société est de qualité si son cours progresse et qu'ils gagnent beaucoup d'argent. En France, le fait qu'il y ait une progression est aussi bien perçu... Lorsqu'une entreprise, connue de personne, décide de s'introduire en Bourse, les investisseurs ne la connaissent pas, elle n'a pas de track record, vous ne connaissez pas ses dirigeants, vous ne savez pas si ses perspectives sont crédibles ou pas. Vous savez, on ne cherche pas à assurer nos arrières quand on introduit en Bourse sur un marché. Celui qui paie est l'émetteur et si l'opération est un échec, l'entreprise est mise en quarantaine. Ainsi, la banque et l'émetteur ont intérêt à ce que l'opération réussisse. Pour leur part, les investisseurs ne sont pas forcés de souscrire. Ils ont connaissance de la fourchette de prix et n'achètent jamais les yeux fermés, ils sont beaucoup plus éduqués que ça. Ils ont des équipes d'analystes, une vision mondiale et ne font jamais de chèque en blanc. Nous avons tendance à oublier l'investisseur lorsqu'on parle d'introduction en Bourse. Mais à la fin, c'est lui l'actionnaire.* »

Il convient cependant de préciser qu'il est nécessaire de distinguer les objectifs de l'émetteur, ou plutôt de son management, de ceux des actionnaires. Ces derniers désirent maximiser leurs revenus à travers un prix de cotation très élevé alors que l'émetteur

souhaite un cours qui lui assure une bonne progression dans le temps. Pour HSBC CCF : « *Quand la banque fixe une fourchette de prix et qu'elle remarque pendant le processus de construction du carnet d'ordres une très forte demande en haut de fourchette, elle incite l'entreprise émettrice à réviser cette fourchette à la hausse afin de capter le premium qui risque d'apparaître en Bourse. Pourtant, l'émetteur parfois ne souhaite pas le faire afin d'être assuré du succès de l'opération et surtout d'avoir une progression linéaire du cours. Ce ne sont pas forcément les banques introductrices qui prennent la décision d'accorder la décote aux investisseurs.* »

Cette asymétrie d'information entre le management et l'actionnaire revient également dans les propos de Natexis : « *Tout d'abord, il convient de distinguer entre émetteur et actionnaire, car souvent dans une opération d'émission, la perte éventuelle est pour l'émetteur mais une partie de cession est pour l'actionnaire. L'entreprise souhaite généralement, surtout si la part de cession est importante, que le prix d'introduction ne soit pas trop élevé pour qu'elle réalise de bonnes performances et une belle courbe et qu'ensuite les actionnaires soient contents. Si vous avez un cours qui progresse très peu et qui ensuite va être capé car il a été vendu trop cher, les actionnaires seront mécontents... Une opération bien faite est aussi une opération dans laquelle le cours n'évolue pas de 30 % au premier jour, parce que dans ces conditions, les actionnaires pourraient se demander s'ils n'ont pas laissé trop d'argent sur la table.* »

Pour sa part, notre interlocuteur de Lazard Ixis précise que la sous-évaluation est primordiale afin d'attirer les investisseurs et de rendre le titre assez liquide pour assurer la progression du cours sur le marché. Il précise : « *Pour bien ancrer une valeur sur un marché boursier, il faut quand même créer une dynamique... Il y a des montants importants qui sont placés, il faut donc "laisser quelque chose sur la table" de façon à ce que les investisseurs puissent revendre et qu'une dynamique s'enclenche. Les perspectives de "petits sauts de puce" peuvent aider à rendre le titre plus liquide et à le faire évoluer en Bourse.* »

Nous pouvons conclure que les propos de nos interviewés sur l'explication du phénomène de décote initiale vont dans le sens de la littérature financière sur ce sujet, à savoir l'utilisation de la sous-évaluation comme signal au marché sur la qualité de la firme (Allen et Faulhaber, 1989), mais aussi comme prime d'émission accordée aux investisseurs non informés pour contrebalancer les asymétries d'information subies lors de la période de souscription.

2-2-6 La garantie de bonne fin et l'option de stabilisation des titres

La garantie de bonne fin consiste pour les banques désignées par l'émetteur comme garantes de l'opération à s'assurer du placement des titres et de la réussite de l'opération d'introduction en Bourse. Lorsqu'il est constaté une très forte volatilité du cours après cotation, à la hausse comme à la baisse, les banques garantes exercent des actions de stabilisation du titre soit en rachetant les titres issus du mouvement vendeur lorsque le cours est en dessous du prix d'introduction, soit en exerçant l'option de surallocation si le cas inverse se produit.

Dans la littérature financière, Chowdhry et Nanda (1996), en s'appuyant sur le modèle de Rock (1986), ont montré que l'action de stabilisation constitue une alternative destinée à compenser les investisseurs non informés de la « malédiction du vainqueur » subie. Il s'agit donc d'un engagement des banques garantes de racheter les actions sur le marché secondaire au prix d'offre, un engagement assimilable à l'exercice d'une option de vente. Cette dernière constitue un atout précieux après l'émission dès lors que le prix du marché est inférieur au prix d'offre. Les investisseurs non informés sont davantage susceptibles de souscrire à des introductions en Bourse surévaluées et seront donc plus regardants sur cette option de vente que les investisseurs informés. Ainsi, les auteurs montrent que la stabilisation est plus efficace que la sous-évaluation dans la compensation des investisseurs non informés des coûts de sélection adverse subis. Pour leur part, Benveniste, Busaba et Wilhelm (1996) modélisent la phase de préplacement lors du processus d'émission. Ils observent durant cette phase que les investisseurs manifestent leur intérêt à la banque chef de file, cette dernière utilisant ces informations afin de déterminer les règles d'allocation des titres et le prix d'offre. Ainsi, les investisseurs informés ne sont pas incités à montrer leur intérêt, car cela encourage le chef de file à évaluer à la hausse le prix d'offre. Par conséquent, ce dernier va récompenser les investisseurs qui communiquent les bonnes informations avec des allocations plus élevées de titres sous-évalués. Ce mécanisme permet au chef de file d'obtenir de l'information privée disponible sur le marché, mais l'incite à surestimer l'intérêt des investisseurs lors de l'introduction en Bourse. Ainsi, le rôle de la stabilisation des titres est d'établir la crédibilité du chef de file auprès des investisseurs. L'engagement de racheter les actions au prix d'offre constitue une alternative à la sous-évaluation, à savoir un moyen de récompenser les investisseurs au courant de l'information véridique révélée lors de la phase de préplacement. Enfin, Prabhala et Puri (1999) considèrent l'option de stabilisation comme un engagement explicite des banques

garantes de racheter les titres sur le marché secondaire au prix d'offre. Pour les auteurs, l'activité de stabilisation rend le processus d'introduction en Bourse plus efficace car il incite le chef de file à produire plus d'informations sur l'introduction en Bourse, et ce avant l'opération. L'information additionnelle réduit donc les problèmes de sélection adverse durant la phase de préplacement et améliore la liquidité sur le marché secondaire.

Nos interlocuteurs de HSBC et Société Générale définissent la garantie de bonne fin ainsi : « *La garantie de bonne fin est une garantie supportée par le syndicat en totalité mais exercée par la banque chef de file qui en prend l'engagement. Vous avez des barèmes qui existent pour les règles de partage* », ou encore : « *La garantie de bonne fin est un concept très spécifique. Il s'agit de l'article 225-145 du Code de commerce. Une garantie de bonne fin au sens de cet article est portée par l'ensemble du syndicat. Dans ce cas-là, les banques sont solidaires. Dans la pratique, il y a un syndicat de garantie avec des pourcentages fixés par l'émetteur.* » Notre interviewé de Calyon remet en cause l'application de la garantie de bonne fin du fait de l'absence d'une garantie des titres lors de la construction du livre d'ordres mais également du fait du retrait de l'opération lorsque l'émetteur constate une faible demande de la part des investisseurs. Ainsi, ce professionnel précise : « *Honnêtement, il faut savoir que, lors des introductions en Bourse, la commission de garantie est complètement virtuelle. Quand vous commencez la construction de votre carnet d'ordres, vous ne garantissez pas l'opération. Vous ne signez les contrats qu'en fin de processus et si vous n'avez pas suffisamment de demande, vous retirez l'opération. La capacité de garantie sur les introductions en Bourse ne s'applique donc absolument pas. Les banques garantissent l'opération entre le moment où elles fixent le prix d'offre et allouent les titres et la date de règlement qui est J + 3. La garantie porte sur le risque de contrepartie des investisseurs entre la date d'allocation des titres et la date de règlement.* »

Concernant la pratique de l'action de stabilisation des titres, elle est clairement définie par notre interlocuteur de Société Générale : « *Une directive européenne encadre les actions de stabilisation. Seule la banque chef de file peut stabiliser les cours. Quant aux coûts éventuels de stabilisation, ils seront partagés entre les membres du syndicat au prorata du barème de garantie. Il existe un pourcentage de 15 % des titres maximum pour la stabilisation à ne pas dépasser. Ce pourcentage est fixé par les autorités réglementaires, mais il n'existe pas de seuil maximum. Traditionnellement, le mécanisme de stabilisation le plus connu est l'option de surallocation qui est limitée effectivement à 15 %.* » Quant à son application dans la pratique, les propos du professionnel de Calyon sont très explicites :

« Les banques peuvent gagner de l'argent sur la stabilisation. Par exemple, vous avez un prix d'émission qui est de 80 euros et l'opération porte sur 100 titres avec possibilité d'exercice de l'option de surallocation (15 %). Le premier jour, vous vendez à des investisseurs 115 titres à 80 euros. Si le cours est supérieur à 80 euros, vous exercez votre option auprès de l'émetteur, c'est-à-dire que ce dernier est dans l'obligation de vous vendre 15 titres dans un délai d'un mois au prix d'offre, soit 80 euros... Par contre, si vous avez placé 115 titres et que le cours sur le marché secondaire baisse, vous n'exercez pas votre option auprès de l'émetteur et vous rachetez des titres sur le marché. Si le cours est à 75 euros, les banques ont vendu à 80 euros des titres qu'elles rachètent sur le marché à 75 euros. La différence de 5 euros est ce qu'on appelle un profit de stabilisation. Curieusement, lorsque le prix du titre coté baisse lors des premiers jours de cotation, les banques n'exercent pas la greenshoe. Dans les deux cas, les banques du syndicat gagnent de l'argent : si elles exercent la greenshoe, elles gagnent des commissions sur celle-ci ; par contre si elles rachètent des titres sur le marché, elles gagnent de l'argent via le profit de stabilisation. Ce gain est partagé entre les membres du syndicat au prorata des garanties. »

Tableau 18 – Tableau de synthèse des conclusions de notre étude qualitative

Problématiques soulevées	Hypothèses de la littérature financière	Principales conclusions de nos entretiens
<p>1- Caractéristiques du marché des mandats d'introduction en Bourse</p>	<p>Marché compétitif marqué par la concurrence entre les banques dans l'obtention des mandats.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Marché très dynamique où banques locales et internationales se disputent les mandats d'introduction en Bourse. - Fort dynamisme des marchés anglo-saxons par rapport aux marchés européens, en termes de volumétrie et de nombre d'opérations. - Bonne expertise des banques françaises au niveau local. - Marché marqué par un positionnement en amont des banques d'investissement. Démarchage actif plusieurs années avant l'introduction en Bourse. - Distinction dans les marchés anglo-saxons entre les marchés US et UK : <ul style="list-style-type: none"> *Marché US : faible concurrence, marché dominé par quelques banques réputées, *Marché UK : marché très dynamique avec une base d'investisseurs plus large, une forte volumétrie et une expertise élevée.
<p>2- Rôle du syndicat bancaire</p>	<p>Ensemble de banques, aux fonctions variées, mandatées par l'émetteur afin de réaliser l'opération, de la préparation de l'entreprise jusqu'à la cotation des titres.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Le rôle du syndicat bancaire se définit à travers celui de la banque chef de file. Cette dernière s'assure de la préparation de l'émetteur à l'opération, de l'exécution de l'ensemble des chantiers relatifs à l'IPO, mais également du succès de l'opération de cotation. - Le rôle du chef de file est plus important lors des opérations de petite taille (rôle d'éducation de l'émetteur à ce type d'opération). - Les autres membres du syndicat ont un rôle moins important que le chef de file, se limitant au placement des titres. Un rôle qui tend à se réduire de plus en plus en raison de la volonté des investisseurs de ne passer les ordres qu'avec le chef de file. - Le chef de file a un rôle d'intermédiaire entre les banques du syndicat et l'entreprise émettrice (remontée d'information sur les caractéristiques du marché, sur la valorisation, etc.).

<p>3- Critères de choix du chef de file par l'émetteur</p>	<p>Le choix se fait sur la base des relations de travail historiques et/ou sur la base de l'expertise de la banque dans les mandats d'introduction en Bourse.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Existence de trois facteurs que sont le relationnel, la compétence et la réputation. - Importance du critère relationnel dans le choix de la banque chef de file (relation de confiance développée au fil des années entre l'émetteur et la banque, ou relation personnelle entre le dirigeant et le manager de la banque d'investissement). - Importance du critère relationnel, principalement dans les opérations de taille moins importante. - Importance du critère de compétence dans le cas d'opérations de taille importante. Procédure d'appel d'offres puis sélection sur la base des présentations orales des banques et enfin sélection après la phase de pré-marketing. - Pas d'exclusivité du mandat de chef de file à une seule banque. - Importance du critère de réputation du chef de file dans le cas des opérations de taille importante.
<p>4- Critères de choix de l'émetteur par le chef de file</p>	<p>Le chef de file se positionne en amont des entreprises, à la structure financière solide et désireuses de lever des fonds pour réaliser des opérations de croissance interne ou externe.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Les banques chefs de file se positionnent en amont de tous les secteurs avec des critères de sélection tels le profil risque/rentabilité, la liquidité et la taille des capitaux à lever.
<p>5- Constitution du syndicat bancaire</p>	<p>L'émetteur choisit la banque chef de file selon ses propres critères et charge cette dernière de constituer le syndicat bancaire, avec possibilité pour l'émetteur d'inclure des banques avec lesquelles il entretient des relations historiques.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Absence de consensus entre les acteurs de décision dans la constitution du syndicat bancaire. - Pour les opérations de taille importante, le classement des banques dans l'appel d'offres permet de former le syndicat bancaire. - Pour les opérations de taille moins importante, le choix s'effectue en fonction de l'historique des relations de travail entre l'actionnaire principal et les banques sélectionnées. - Pour les banques interviewées, l'émetteur s'implique fortement dans la constitution du syndicat bancaire ou sollicite l'aide du chef de file.

<p>6- Notion de banque de bonne réputation</p>	<p>Une banque à forte notoriété disposant d'une forte expertise, et qui s'impose dans l'obtention des mandats d'introduction en Bourse de par son nom et son classement dans les <i>league tables</i>.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Pour les émetteurs, la réputation se mesure à travers des critères objectifs (capacité de placement, de recherche, nombre d'IPO réalisées, etc.) et non des critères de classement. Elle peut se mesurer également à travers la notoriété, c'est-à-dire l'opinion du marché et des émetteurs déjà introduits sur la banque, le bouche à oreille, etc. - Pour les banques, la réputation se détermine à travers le classement dans les <i>league tables</i>. Ce classement résulte de critères objectifs tels que les parts de marché en termes de capitaux levés ou le nombre d'opérations réalisées.
<p>7- Points de négociation entre émetteur et chef de file</p>	<p>Éléments de négociation entre les deux intervenants, principalement la fixation du prix d'offre et le montant des commissions à verser au syndicat bancaire.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Existence de points de négociation entre les différents intervenants en raison de divergences d'intérêts.
<p>7-1- Négociations sur le prix d'offre</p>	<p>L'émetteur délègue la fixation du prix d'offre à la banque chef de file.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Le prix d'offre naît de la discussion entre tous les intervenants d'une introduction en Bourse, principalement entre l'émetteur et le chef de file. - Existence de conflits d'intérêts entre l'émetteur, le chef de file et les actionnaires cédants en raison de visions différentes. - Forte implication du chef de file dans la fixation du prix d'offre afin d'atténuer le désir de l'émetteur de valoriser son entreprise à un prix élevé.
<p>7-2- Négociations sur les commissions</p>	<p>L'émetteur paie des commissions à l'ensemble du syndicat bancaire.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Existence de coûts liés à la préparation de l'opération, mais toutefois minimes par rapport à la rémunération du syndicat bancaire. - Existence d'une commission globale, généralement partagée selon le barème 20/20/60, soit 20 % pour la commission de direction, 20 % pour la commission de garantie et 60 % pour la commission de placement. - La commission globale est versée au chef de file qui la redistribue aux membres du syndicat bancaire. - Les commissions sont un véritable point de négociation pour la majorité des émetteurs interviewés.

<p>8- Sous-évaluation des titres à la cotation</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Le cours d'un titre devrait résulter de la confrontation entre l'offre et la demande de titres présentes dans le carnet d'ordres. - La sous-évaluation est une prime de risque accordée aux investisseurs non informés pour leur participation à l'IPO. 	<ul style="list-style-type: none"> - Pour les entreprises publiques interviewées, il n'y a pas de discussion sur les commissions bancaires car celles-ci sont prédéfinies dans l'appel d'offres. - Constat de commissions appliquées en Europe très faibles (1-2 %), contrairement aux Etats-Unis (5-7 %). Forte concurrence en Europe du fait de la présence de banques américaines qui font du dumping. - Confirmation de l'existence d'une relation positive entre la réputation de la banque chef de file et le montant des commissions versées.
<p>9- Garantie de bonne fin et stabilisation des titres</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Garantie généralement sollicitée par l'émetteur afin de s'assurer du succès de l'opération. 	<ul style="list-style-type: none"> - La sous-évaluation est une décote nécessaire pour attirer les investisseurs. - La sous-évaluation est un signal au marché de la qualité de l'entreprise émettrice. - Existence de conflits d'intérêts entre l'émetteur, le chef de file et l'actionnaire cédant sur l'importance de la décote à accorder.
		<ul style="list-style-type: none"> - La garantie de bonne fin existe juridiquement mais est faiblement pratiquée : lorsque la demande des titres durant la construction du carnet d'ordres est faible, l'introduction en Bourse est reportée à une date ultérieure. - La clause de stabilisation est très pratiquée. Elle permet aux banques chefs de file de protéger l'émetteur de tout excès de hausse ou de baisse constaté lors des premiers jours de cotation. Cette action de stabilisation représente un coût pour l'entreprise émettrice.

Conclusion de la section II

Les différents entretiens réalisés mettent en évidence la forte compétition entre les banques dans la course aux mandats d'introduction en Bourse. Les banques nationales et étrangères se font concurrence, se positionnent en amont et n'attendent pas d'être sollicitées par les entreprises. Elles tentent de motiver les firmes en les démarchant activement. Il s'agira pour les banques de présenter l'avantage de l'accès aux marchés financiers ainsi que les retombées positives de la cotation, l'objectif étant de séduire les dirigeants de l'entreprise. Les marchés anglo-saxons apparaissent comme très dynamiques par rapport aux marchés européens, tant en termes de volumétrie que de nombre d'opérations. Toutefois, une distinction est à relever entre le marché américain, faiblement concurrentiel et dominé par quelques banques d'affaires, et le marché britannique hautement compétitif et disposant d'une forte volumétrie et d'une base d'investisseurs plus large.

Nous relevons également l'importance du rôle du syndicat bancaire, et particulièrement celui de la banque chef de file. En effet, le rôle du syndicat bancaire se définit à travers la banque chef de file qui se charge de la préparation de l'émetteur à la cotation, de la réalisation de l'ensemble des chantiers relatifs à l'opération, mais aussi du suivi de l'entreprise après sa cotation. Nos entretiens montrent que le rôle de la banque chef de file est plus important lors des opérations de petite taille en raison des faibles connaissances de l'émetteur sur les marchés financiers et que le rôle des autres membres du syndicat tend à se limiter de plus en plus au placement des titres.

Il apparaît également que les opérations d'introduction en Bourse sont très rémunératrices pour les banques composant le syndicat bancaire. Ainsi, la sélection de la banque chef de file et de l'ensemble des membres du syndicat revêt une grande importance. Nous remarquons que les critères de choix du banquier chef de file sont multiples, à savoir le relationnel, la compétence et la réputation. Mais nos émetteurs interviewés considèrent que le relationnel est pratiqué fréquemment dans le cas des opérations de petite taille. En effet, les relations historiques avec la banque de l'entreprise ainsi que la relation de confiance entre l'émetteur et le manager de la banque d'affaires priment sur les autres critères. Dans les opérations de grande taille, les critères de compétence et de réputation s'imposent en raison des modalités du choix, basés généralement sur des procédures d'appel d'offres et sur les présentations orales des banques candidates. Nous notons également que l'émetteur attribue le mandat

d'introduction en Bourse à plusieurs banques chefs de file, éliminant l'hypothèse d'exclusivité du chef de filat.

Pour leur part, les banques d'affaires se positionnent en amont de tous les secteurs et semblent sélectionner les émetteurs sur une multitude de critères, principalement les critères financiers et les critères d'opération. En effet, le profil risque/rentabilité et les perspectives de l'entreprise émettrice sont décisifs pour la banque mais non suffisants, car la taille des capitaux à lever ainsi que la liquidité du titre permettent de rentabiliser l'opération.

Concernant la notion de réputation de la banque chef de file, sa définition est différente selon nos interlocuteurs. Les émetteurs considèrent que la réputation se définit sur des critères objectifs tels que la capacité de placement, la capacité de recherche, la base d'investisseurs mais également sur des critères de notoriété. Pour leur part, les banques chefs de file définissent la réputation à travers le classement dans les *league tables*.

Les points de négociation entre l'émetteur et le syndicat bancaire semblent se focaliser principalement sur la fixation du prix d'offre ainsi que sur les commissions à verser au syndicat bancaire. En effet, les différents conflits d'intérêts entre les intervenants sur ce genre d'opération rendent les discussions sur la fixation du prix d'offre très vives. Parallèlement, les commissions bancaires font l'objet d'intenses négociations, et un consensus est établi quant à l'existence d'un barème 20/20/60, tel que relevé dans plusieurs travaux empiriques. Nous notons également le consensus de nos interlocuteurs quant à la relation positive entre la réputation de la banque chef de file et les commissions exigées, un résultat en phase avec la littérature financière sur le sujet.

Enfin, le phénomène de sous-évaluation est largement commenté dans nos différentes interviews, nos interlocuteurs confirmant que la décote initiale est un signal au marché sur la qualité de la firme et une compensation des investisseurs non informés pour les asymétries d'information subies. Ce résultat va dans le sens des travaux empiriques qui ont traité ce sujet. Parallèlement, nous constatons que la garantie de bonne fin est fréquemment sollicitée par l'émetteur car elle protège ce dernier ainsi que les investisseurs à long terme des excès de hausse comme de baisse des titres constatés lors des premiers jours de cotation. Toutefois, si cette activité est régie par une procédure très encadrée et réglementée, nous notons qu'elle est peu pratiquée en raison du report de l'opération lorsque la demande de titres qui ressort lors de la construction du carnet d'ordres est faible.

Le dernier chapitre de notre thèse va s'attacher à analyser quelques-unes des problématiques traitées dans les entretiens, la richesse du matériau étant telle qu'il n'est

pas envisageable d'étudier l'ensemble des questions soulevées. Par conséquent, nous développons une analyse statistique de certains facteurs mis en exergue dans nos entretiens.

Le travail empirique qui suit va permettre de vérifier si la réputation de la banque chef de file et la taille du syndicat constituent des éléments significatifs de réduction du risque de non-placement des titres, et par conséquent, de la réussite de l'opération d'introduction en Bourse. Nous vérifierons également l'existence de relation de significativité entre la réputation de la banque chef de file et la taille du syndicat, eu égard aux différentes conclusions de notre étude qualitative.

Troisième chapitre

Recherche empirique sur le marché boursier européen (1995-2005)

Section I - Syndicat bancaire et risque de placement : apports théoriques.....	229
Section II - Etude empirique sur le marché européen.....	237

Section I – Syndicat bancaire et risque de placement : apports théoriques

Nous avons montré dans notre premier chapitre que l'introduction en Bourse est une étape importante dans la vie d'une entreprise. La réussite de cette opération financière repose sur une multitude de choix : le moment opportun d'émission, la sélection du syndicat bancaire, le choix du type d'investisseurs, la part de titres nouveaux à émettre ou les extensions possibles d'émission.

Depuis les travaux fondateurs sur l'asymétrie d'information développés par Baron (1982), Rock (1986) et Allen et Faulhaber (1989), nous remarquons que les introductions en Bourse sur les marchés européens ou américains se manifestent par une hausse significative du cours des actions introduites au premier jour de cotation. En quelques heures, les investisseurs enregistrent une rentabilité boursière moyenne comprise entre 10 % et 20 % qui reflète un prix d'introduction sous-évalué par rapport aux anticipations des investisseurs. Cette sous-évaluation représente un gain pour les investisseurs, mais un coût pour les actionnaires d'origine de la firme nouvellement introduite sur le marché boursier. L'incertitude qui existe autour de la sous-évaluation rend les émetteurs et les investisseurs très méfiants quant au succès des introductions en Bourse. Cette première rentabilité boursière a tendance à capter tous les intérêts par rapport aux principales raisons qui conduisent la firme sur le marché telles que le renforcement des fonds propres, la multiplication des possibilités de financement, l'amélioration de l'image de l'entreprise et la transparence vis-à-vis des tiers (Brau et Fawcett, 2006).

Dans leur rôle d'intermédiaires entre les investisseurs et les entreprises émettrices, les banques d'affaires participent à la réalisation de l'introduction en Bourse. Nous avons relevé, dans notre premier chapitre, la nécessité pour elles de se structurer en syndicat pour mener l'opération sur le marché boursier. En effet, le syndicat bancaire est constitué pour disposer d'une surface financière conséquente pour la levée des fonds, pour assurer une large couverture du placement des actions et pour répartir les risques éventuels de défaut de souscription. Nous avons également présenté plusieurs études empiriques qui ont analysé le rôle du syndicat bancaire lors d'une opération d'introduction en Bourse en mettant en exergue la réputation de la banque chef de file. Statistiquement, il est démontré que la réputation du chef de file réduit l'asymétrie d'information entre les différents intervenants (Rock, 1986 ; Beatty et Ritter, 1986 ; Allen et Faulhaber, 1989). Elle permet également de modérer le phénomène de sous-évaluation (Baron et Holmstrom, 1980 ; Baron, 1982 ; Welch, 1989 ; Habib et Ljungqvist, 2001 ; Loughran et Ritter, 2004).

D'autres recherches se sont concentrées sur la fonction de certification de la banque chef de file, sur la construction du carnet d'ordres et sur le rôle de stabilisation du cours boursier suite à l'introduction en Bourse (Benveniste et Spindt, 1989 ; Ljungqvist et Wilhelm, 2002 ; Benveniste et Wilhelm, 1990 ; Chen et Ritter, 2000).

Toutefois, nous avons montré que de récentes recherches s'orientaient vers l'étude de la formation du syndicat bancaire plutôt que vers le rôle de la banque chef de file. Ainsi, il a été vérifié que la taille du syndicat bancaire n'était pas une constante. Corwin et Schultz (2005) ont relevé que le nombre de banques en charge du placement des actions augmente avec la taille de l'émission et que les banques qui bénéficient d'une bonne couverture par les analystes ont plus de chance de faire partie du syndicat bancaire. Pour Cooney *et al.* (2004), les membres du syndicat prennent part à un concours de beauté (*beauty contest*) dans lequel les banques doivent se concurrencer pour être choisies par l'émetteur et par la banque chef de file. Enfin, dans une autre approche, Davidson *et al.* (2006) ont analysé le rôle des co-managers dans la réduction du risque de placement. Ils parviennent à vérifier que les introductions en Bourse réalisées par des entreprises appartenant au secteur technologique sont plus risquées et qu'elles présentent des syndicats bancaires plus larges.

Par conséquent, nous présentons dans cette première section les différents apports théoriques se rapportant à nos deux hypothèses à tester. En effet, nous mettons en relation le risque de placement et la taille du syndicat pour former notre première hypothèse. Nous étudions la littérature financière concernant cette première hypothèse car elle n'a pas été suffisamment abordée au niveau du premier chapitre. Puis nous exposons de manière succincte les recherches sur le thème de la réputation de la banque chef de file et la taille du syndicat bancaire pour avancer notre deuxième hypothèse. Cette problématique a été suffisamment développée dans notre premier chapitre. Enfin, nous présentons l'étude empirique que nous avons réalisée. Nous précisons la méthodologie statistique adoptée et les différentes variables sélectionnées. Puis nous présentons notre échantillon ainsi que les statistiques descriptives et exposons en dernier lieu nos modèles de régression avec les principaux résultats.

1- Syndicat bancaire et risque de placement

Le syndicat bancaire joue un rôle prépondérant dans l'opération d'introduction en Bourse car il met au service de la firme émettrice les compétences de ses membres durant toutes les étapes de l'opération, à savoir de la réalisation de la note d'information jusqu'aux actions de stabilisation du titre après cotation.

Nous avons vu dans le premier chapitre que la taille du syndicat bancaire était impactée par plusieurs facteurs tels la taille de l'émission, le type de banque, le nombre d'investisseurs, les conditions de marché et la nature de l'opération. La perception du risque d'une introduction en Bourse peut inciter l'entreprise émettrice à organiser un syndicat bancaire composé de plusieurs banques afin d'accroître la capacité de placement des titres et donc réduire le risque de non-placement.

Nous définissons le risque de placement lors d'une opération d'introduction en Bourse comme l'incapacité de l'émetteur à placer les titres auprès d'investisseurs potentiels au prix d'offre. Le risque de placement peut être endogène à l'émetteur (risque spécifique de l'opération et de la firme émettrice) mais aussi exogène (conditions de marché). Ainsi, pour se protéger contre le risque de placement, l'émetteur va constituer un syndicat bancaire et transférer ce risque sur le compte des membres du syndicat. Des garanties de bonne fin ou de prise ferme sont souvent présentes dans les contrats d'introduction en Bourse. Elles sont considérées comme l'engagement plus ou moins fort des membres du syndicat de garantie à acheter les titres pour les replacer auprès des investisseurs. Toutefois, lors de la construction du carnet d'ordres par la banque chef de file, si les titres offerts par l'émetteur ne sont pas suffisamment demandés par les investisseurs, l'opération d'introduction en Bourse est reportée à une date ultérieure. Ceci permet au syndicat bancaire de se prémunir contre les effets d'une garantie de bonne fin, en termes de coût d'acquisition des actions non souscrites, mais aussi de perte de réputation.

Betty et Ritter (1986) ont montré que le risque de placement impacte significativement les rentabilités initiales de l'introduction en Bourse et que les émissions de petite taille sont plus spéculatives que les émissions de grande taille. Mais l'élément principal se rapportant à la mesure des rentabilités anormales lors des introductions en Bourse est le problème de la mesure du risque *ex ante*. Une difficulté encore plus prononcée dans le cas des opérations d'introduction en Bourse car nous ne disposons pas de données relatives à l'historique des prix. Le proxy de mesure du risque *ex ante* fréquemment utilisé est l'écart type des rentabilités initiales lors des dix à vingt premiers jours de cotation. Toutefois,

cette mesure fournit un faible pouvoir explicatif, incitant certains chercheurs à conclure que le risque n'influence pas significativement les rendements initiaux. Dans ce sens, Johnson et Miller (1988) montrent que la volatilité du titre après cotation est une faible mesure du risque *ex ante*, poussant les chercheurs à utiliser des proxys différents de mesure du risque de placement. Parmi ceux-ci, nous distinguons l'âge de l'entreprise émettrice, partant du fait qu'une entreprise mature est moins risquée qu'une entreprise en phase de démarrage (James, 1992). Nous relevons également la réputation du banquier chef de file comme proxy de mesure du risque souvent utilisé. En effet, Carter et Manaster (1990), Johnson et Miller (1988) et Ritter (1984) observent que les banques réputées qui disposent d'informations privées plus importantes que celles des investisseurs vont naturellement souscrire aux mandats d'introduction en Bourse des entreprises à faible risque afin d'éviter de perdre leur capital réputationnel. Nous distinguons également comme mesure du risque *ex ante* la méthode des points extrêmes⁷⁴ développée par Parkinson (1980) ainsi que celle du risque systématique. En effet, Almisher *et al.* (2002) montrent dans leur étude que le risque systématique, mesuré à travers le bêta comptable, peut être considéré comme un proxy de mesure du risque *ex ante*. Un proxy toutefois critiqué par plusieurs auteurs tels Fama et French (1992, 1996) qui ont jugé que le bêta ne pouvait à lui seul être considéré comme un facteur de risque expliquant la rentabilité des titres. Toutefois, Almisher *et al.* (2002) mettent en avant l'idée que le bêta comptable d'une entreprise est un facteur de risque présenté dans la notice d'information et utilisé par les investisseurs avant l'introduction en Bourse. Ils parviennent à démontrer empiriquement, sur la base du bêta comptable de 701 entreprises, une relation positive entre le bêta comptable et les niveaux de sous-évaluation constatés.

Tous les proxys de mesure du risque *ex ante* cités ont été utilisés en tant que variables afin d'expliquer la sous-évaluation initiale observée lors des introductions en Bourse. Ainsi, nous remarquons une relation significative entre ces proxys de mesure du risque et la décote initiale. Knopf et Teall (1999) observent dans leurs régressions empiriques et en utilisant trois proxys de mesure du risque *ex ante*, à savoir le logarithme népérien des capitaux levés, la réputation du banquier chef de file et la mesure des points extrêmes de Parkinson, que ce dernier proxy a un meilleur pouvoir explicatif que les deux autres.

⁷⁴ La mesure des points extrêmes développée par Parkinson (1980) correspond au logarithme népérien du rapport entre le cours le plus élevé et le cours le plus faible lors du premier jour de cotation. Selon les auteurs, cette mesure constitue une véritable variable de mesure de l'écart type des rentabilités initiales.

Notons que dans les travaux qui ont mis en relation la réputation du chef de file et le risque global d'une introduction en Bourse, nous relevons ceux de Peristiani (2003) qui a analysé le risque des entreprises cotées durant la période 1980-2000. En utilisant deux méthodes d'évaluation du profil risque de l'entreprise émettrice, à savoir la comparaison de la volatilité du rendement du titre d'une entreprise émettrice avec celui d'un groupe d'entreprises comparables non émettrices, et un modèle logit afin d'évaluer la probabilité de survie des entreprises émettrices après cotation, Peristiani (2003) parvient à conclure que les investisseurs ayant souscrit aux introductions en Bourse réalisées lors des années 90 ont été exposés à une hausse du risque. En effet, les entreprises émettrices ont affiché une forte volatilité de leurs rendements et avaient une faible probabilité de survie durant cette période, particulièrement les entreprises du secteur technologique. Peristiani (2003) relève également que les introductions en Bourse réalisées par les banques les plus réputées durant cette période (classement 1997-2000) ou financées par du capital risque ont été marquées par une faible probabilité de survie et un risque élevé des titres sur le marché secondaire. Toutefois, les résultats empiriques n'ont pas confirmé l'hypothèse de sélection adverse, à savoir que les entreprises les plus risquées s'associaient avec les banques les plus réputées.

Enfin, la littérature financière montre que plus l'asymétrie d'information entre l'entreprise émettrice et les investisseurs lors d'une opération d'introduction en Bourse est élevée, plus le risque de placement des titres sera élevé. Dès lors, le recours à un syndicat bancaire composé de plusieurs banques permet de partager le risque et constitue un signal envers les investisseurs sur la qualité de l'émission et sur la probabilité de succès. Un syndicat comprenant des banques commerciales et des banques d'investissement permet d'assurer une large couverture pour le placement des titres et un ciblage de plusieurs types d'investisseurs. Corwin et Schultz (2005), Narayanan *et al.* (2004), Cooney *et al.* (2004) montrent que les émetteurs ont intérêt à former un syndicat bancaire composé de plusieurs banques afin de disposer d'une force de vente permettant d'atteindre tous les types d'investisseurs dans toutes les zones géographiques. Dans leur étude empirique, Davidson *et al.* (2006) analysent les changements du nombre de co-managers en tenant compte du risque de placement. Sur la base d'un échantillon d'introductions en Bourse américaines, les auteurs mettent en évidence plusieurs relations positives entre le nombre de co-managers et la volatilité du titre, entre la taille du syndicat bancaire et l'appartenance de la firme émettrice au secteur technologique mais aussi la réputation de la banque chef de file.

S'il est communément admis qu'un syndicat bancaire de grande taille permet de promouvoir davantage la qualité d'une introduction en Bourse lors des phases de pré-marketing, la proximité de ses membres permet avant tout de réduire l'asymétrie d'information entre l'émetteur et les investisseurs. Naturellement, l'engagement solidaire et irrévocable des membres d'un syndicat fait qu'il y a un échange naturel de titres à l'intérieur du syndicat lorsqu'une des banques a des difficultés de placement de titres. Ainsi, plus le nombre de banques dans un syndicat est élevé, plus la probabilité de non-placement par un de ses membres sera faible.

Toutefois, la constitution par l'émetteur d'un syndicat bancaire de grande taille tend à disperser les différentes commissions bancaires. Nous avons vu dans le premier chapitre qu'il existe trois types de commissions pour une introduction en Bourse : la commission de direction attribuée aux chefs de file, la commission de garantie pour les membres du syndicat de garantie et la commission de placement pour les membres du syndicat à hauteur du pourcentage de titres que chacun place. Par conséquent, les banques chefs de file sont tentées de limiter la taille du syndicat bancaire pour s'accaparer l'ensemble de ces commissions (Chen et Ritter, 2000 ; Corwin et Schultz, 2005). En effet, il existe deux incitations opposées. L'opportunité de capter des commissions bancaires plus importantes conduit les banques chefs de file à tenter de réduire la taille du syndicat bancaire. Mais en présence d'un risque de placement élevé, le gain marginal d'une commission plus importante par la réduction du syndicat bancaire peut être largement contrebalancé par les coûts associés au risque de placement et à la perte de réputation des banques chefs de file (Chemmanur et Fulghieri, 1994). Dès lors, la négociation entre la firme introduite en Bourse et les banques chefs de file conduit à la formation d'un syndicat bancaire dont le nombre d'intervenants doit s'accroître lorsque le risque de placement est élevé. Ceci forme notre première hypothèse.

Hypothèse 1 : La taille du syndicat bancaire d'une introduction en Bourse s'accroît avec le risque de placement des titres.

2- Syndicat bancaire et réputation de la banque chef de file

Nous avons montré dans le premier chapitre que les introductions en Bourse sont réalisées généralement par l'intermédiaire d'un syndicat bancaire qui se compose d'une banque chef de file, de plusieurs co-chefs de file et d'un syndicat de placement et de garantie. La sélection de la banque chef de file et des autres membres du syndicat revient à l'entreprise, avec ou sans l'accord du chef de file. La banque chef de file va établir le carnet d'ordres et placer 80 à 90 % des titres. Les banques co-chefs de file et les autres membres du syndicat placent les titres restants.

Nous avons montré à la fois dans la littérature financière et dans l'étude qualitative l'importance de la sélection de la banque chef de file dans la réussite de l'introduction en Bourse. Des travaux fondateurs, tels ceux de Booth et Smith (1986), Beatty et Ritter (1986), Titman et Trueman (1986), ont montré que la réputation de l'introducteur réduisait les problèmes de sélection adverse et de hasard moral liés à l'introduction en Bourse. Johnson et Miller (1988), Carter et Manaster (1990), Chemmanur et Fulghieri (1994) et Carter et *al.* (1998) concluent également que les banques chefs de file réputées réduisent l'asymétrie d'information sur les marchés financiers, atténuent significativement la sous-évaluation à l'introduction et n'acceptent que les contrats d'émission d'entreprises moins risquées par rapport aux banques à moindre réputation. Ces auteurs ont aussi mis en évidence que la taille de l'introduction en Bourse est plus grande lorsque la banque chef de file est réputée. Pour leur part, Carter et Manaster (1990) ont justifié la relation entre la sous-évaluation et la réputation de la banque chef de file par la notion de risque entre les banques et les émetteurs. Selon eux, les firmes à faible risque s'associent avec les banques les plus réputées, tandis que les firmes à risque élevé s'associent avec des banques de faible réputation. Ce type de contrat séparant est à l'origine de cette relation entre le niveau de sous-évaluation et la réputation du chef de file.

Enfin, Pichler et Wilhelm (2001), dans leur modélisation du syndicat bancaire, montrent que le problème du hasard moral prend de l'importance lorsqu'un membre du syndicat affirme sa prétention de disposer d'une capacité de production d'information de qualité en fournissant un effort minimal. En effet, une banque ayant connu des succès dans le passé peut être tentée de se reposer sur ses lauriers et de conserver la perception de sa qualité au moindre effort. Selon les auteurs, il est nécessaire pour l'émetteur de promouvoir un coût d'effort utile au développement et à l'entretien de relations de qualité mais aussi de décourager les banques qui s'engagent dans des activités improductives,

destinées à induire en erreur les émetteurs. Ils montrent que la structure organisationnelle du syndicat bancaire peut réduire ce problème.

Si la firme émettrice sélectionne pour la constitution de son syndicat bancaire une banque chef de file réputée, elle peut faire face à un chef de file qui souhaite réaliser l'intégralité de l'opération sans le concours d'un autre établissement. Lorsque la qualité de la banque chef de file est crédible, son pouvoir de monopole s'accroît sur l'entreprise émettrice. L'adjonction d'un autre membre dans le syndicat devient délicate. La littérature existante, développée dans la deuxième section du premier chapitre, montre bien que l'effet de réputation de la banque chef de file permet à cette dernière d'avoir la confiance des investisseurs et de l'émetteur. Ceci nous amène à notre seconde hypothèse.

Hypothèse 2 : La taille du syndicat bancaire d'une introduction en Bourse se réduit avec la réputation de la banque chef de file.

Section II – Etude empirique sur le marché européen

L'idée qu'il existe un choix effectif du nombre d'intervenants dans un syndicat bancaire d'introduction en Bourse repose sur une observation empirique. Dans notre échantillon de 1 605 opérations réalisées sur les marchés boursiers allemand, britannique et français, nous observons que les firmes font appel à plus d'une banque (3,79 ; 1,44 ; 2,26 banques respectivement). Si le recours à une banque supplémentaire était très coûteux pour la firme, nous devrions observer l'absence d'opérations à plusieurs banques. A l'opposé, si l'usage d'une banque supplémentaire était sans coût pour la firme, nous aurions un marché des introductions en Bourse où toutes les banques prendraient part à toutes les opérations. Cette notion d'un nombre de banques déterminé par des incitations et des contraintes provient des travaux de Detragiache *et al.* (2000) sur les coûts de transaction associés au nombre de banques à inclure dans un pool de dette bancaire en rapport au risque de rationnement du crédit. De la même manière, le nombre de banques associées à un syndicat d'introduction en Bourse répond à deux effets opposés : l'accroissement du nombre de banques est de nature à réduire le risque de non-souscription des titres, mais il crée des coûts de transaction supportés par la firme pour les contacts qu'elle doit avoir avec les banques et le transfert d'informations qu'elle réalise à ces occasions.

Dans cette section, nous cherchons à comprendre la formation du syndicat bancaire au regard du risque de placement des titres et de la réputation de la banque chef de file. Sur la base d'un échantillon composé de 1 605 introductions en Bourse réalisées sur les principaux marchés boursiers européens durant la période 1995-2005, nous observons des relations significatives entre la taille du syndicat bancaire et nos variables de risque de placement. Nous remarquons également une relation significative entre la taille du syndicat bancaire et nos variables de réputation de la banque chef de file. Compte tenu des différences structurelles des marchés boursiers composant notre échantillon, nous réalisons des tests empiriques par pays, les résultats obtenus fournissant des conclusions très intéressantes.

1- Méthodologie et variables

1-1 Méthodologie appliquée

La variable que nous souhaitons expliquer est le nombre de banques qui forment le syndicat bancaire des introductions en Bourse. Pour tester nos deux hypothèses sur cette

variable, nous employons un modèle binomial négatif⁷⁵ dont la variable dépendante NBANK est le nombre de banques du syndicat bancaire issu de la base de données Thomson SDC. Ce modèle est adapté à notre variable dépendante, car celle-ci ne peut prendre que des valeurs métriques entières non négatives. Ce modèle estime la probabilité d'inclure dans le syndicat plusieurs banques.

En premier lieu, nous étudions la possibilité d'utiliser un modèle de Poisson, modèle de base de la littérature économétrique pour la représentation et l'analyse des données de comptage. Le modèle de Poisson est un modèle linéaire où les observations sont considérées comme des réalisations de variables aléatoires, dont les lois sont conditionnées par des variables explicatives X_j . Les techniques des modèles linéaires généralisés permettent de spécifier : (1) la loi de probabilité de ces variables aléatoires ; (2) la forme de la relation entre les paramètres de ces lois et les variables explicatives, dans le cadre du schéma général suivant : $\mu = g^{-1}(\Sigma\beta_j X_j)$ où μ représente l'espérance de la variable aléatoire, $\Sigma\beta_j X_j$ une combinaison linéaire des variables explicatives X_j , et g une fonction de lien permettant de s'abstraire du cadre strictement linéaire.

L'estimation du maximum de vraisemblance du vecteur de paramètres $\beta = (\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_p)$ permet alors d'ajuster le modèle et d'en déduire les estimations de μ .

Dans le cas de l'application de ce modèle à un échantillon de n syndicats bancaires, nous faisons l'hypothèse que le nombre de banques figurant dans les syndicats bancaires de notre étude est une réalisation $y = (y_1, y_2, \dots, y_n)$ d'une variable aléatoire de loi de Poisson Y , à n composantes indépendamment distribuées, de paramètre $\mu = (\mu_1, \mu_2, \dots, \mu_n)$, conditionnée par des variables explicatives X_1, X_2, \dots, X_p :

$$\text{Prob}(Y_i = y_i | X_j = x_{ji}, j = 1, \dots, p) = \frac{e^{-\mu_i} \mu_i^{y_i}}{y_i!}.$$

La démarche statistique consiste en l'estimation du maximum de vraisemblance du vecteur de paramètres $\beta = (\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_p)$ par le vecteur $\beta^* = (\beta_1^*, \beta_2^*, \dots, \beta_p^*)$. Ceci permet de calculer $\mu^* = \exp(\sum_{j=1}^p \beta_j^* X_j)$.

L'ajustement d'un modèle poissonnien à un jeu de données peut faire apparaître des résultats non compatibles avec les hypothèses du modèle. En effet, le modèle est

⁷⁵ Dans leur article, Davidson *et al.* (2006) privilégient l'usage d'un modèle probit ordonné. Leur choix économétrique induit que leur variable dépendante peut prendre des valeurs décimales, ce qui nous paraît erroné pour l'étude d'un nombre de banques dans un syndicat bancaire.

caractérisé par un seul paramètre, impliquant l'égalité de l'espérance et de la variance conditionnelles. En d'autres termes, le modèle de Poisson fait l'hypothèse forte qu'il n'y a pas d'hétérogénéité dans l'échantillon. Cette hypothèse d'équidispersion est très restrictive car il est très fréquent que la variance de la variable dépendante soit supérieure à son espérance. Celle-ci peut faire l'objet d'un test statistique qui, dans le cas où il est rejeté (H_0 : équidispersion), justifie le recours à des modèles de régression caractérisés par des distributions de probabilité plus flexibles. La spécification la plus souvent utilisée est celle du modèle de régression de la loi binomiale négative ou modèle NegBin (*Negative Binomial model*) introduite par Hausman, Hall et Griliches (1984). Dans cette modélisation, y_i suit toujours une loi de Poisson mais son espérance mathématique est entachée d'un terme d'erreur noté ε_i . Ce dernier traduit diverses erreurs dans la spécification, comme l'oubli des variables explicatives ou encore l'hétérogénéité non observable qui caractérise souvent les données individuelles.

Hilbe (2007), dans sa critique du modèle de Poisson, affirme que lorsqu'une surdispersion est suspectée, il faut d'abord déterminer s'il s'agit d'une possibilité de surdispersion apparente que l'on peut corriger ou non, selon le cas qui se présente, en ajoutant par exemple des variables explicatives. Toutefois, si la surdispersion persiste, différentes méthodes peuvent être employées, chacune se fondant sur la raison de ce problème. Parmi celles-ci, nous distinguons le modèle binomial négatif. Ce dernier a l'utilité de traiter la surdispersion des données de comptage. Le modèle est construit tel un modèle de mélange qui est utile pour ajuster la surdispersion de la distribution de Poisson. La vraisemblance du modèle binomial négatif est fondée sur le modèle de mélange Poisson-gamma.

Dans notre étude empirique, les tests de surdispersion réalisés lors de nos régressions selon le modèle de Poisson sont significatifs et positifs. Ce résultat de test permet de rejeter l'hypothèse d'une égalité entre la variance et la moyenne de notre variable dépendante. Cette surdispersion observée peut être interprétée comme la preuve que le modèle spécifique est mal spécifié, dans le sens où il y a des variables non observées dans l'équation. La présence de surdispersion fait que les écarts types des paramètres sont sous-estimés, conduisant à une surévaluation des seuils de signification statistique. Hausman *et al.* (1984) proposent donc pour corriger ce problème d'utiliser le modèle binomial négatif qui correspond à une extension du modèle Poisson. Cette approche économétrique permet de capter l'hétérogénéité inobservée de la variable dépendante.

Le modèle que nous estimons est présenté dans l'équation ci-dessous. La variable dépendante est le nombre de banques composant un syndicat bancaire. Les variables explicatives concernent le risque de placement, la réputation du banquier chef de file et des variables de contrôle :

$$\begin{aligned} \text{NBANK} = & \beta_0 + \beta_1 * \text{RISK90} + \beta_2 * \text{RETOURP} + \beta_3 * \text{UPB} + \beta_4 * \text{REPP} + \beta_5 * \text{REPN} \\ & + \beta_6 * \text{PROCEED} + \beta_7 * \text{TIME} + \beta_8 * \text{TRANCHE} + \beta_9 * \text{YEAR} + \beta_{10} * \text{TECH} + \beta_{11} * \text{REGL} \\ & + \beta_{12} * \text{SECTOR} + \beta_{13} * \text{PRIMARY} + \beta_{14} * \text{PROCRISK} + \beta_{15} * \text{PROCRP} + \beta_{16} * \text{PROCUPB} \\ & + \beta_{17} * \text{FR} + \beta_{18} * \text{UK} \end{aligned}$$

1-2 Variables du modèle

Nous présentons les variables explicatives selon leur rattachement à une hypothèse ou selon qu'elles servent à contrôler la pertinence de nos hypothèses.

Les variables de risque de placement

La variable RISK90 est une notion de risque de placement *ex post*. Il s'agit de l'écart type des rentabilités des cours boursiers des titres introduits en Bourse sur une fenêtre de 90 jours après l'opération. Cette variable tient compte de la volatilité des évaluations des investisseurs sur les titres introduits. Une incertitude élevée est associée à une dispersion des rentabilités élevée. Mais cette variable n'est pas observable lors de l'introduction en Bourse, les banques du syndicat ne pouvant que l'anticiper en fonction des caractéristiques de la firme et en observant la formation des évaluations des investisseurs dans le carnet d'ordres. Conformément à notre première hypothèse, nous attendons une relation positive entre le nombre de banques composant le syndicat bancaire et la volatilité des rentabilités postérieures à l'introduction en Bourse. Cette liaison est conforme à celle mise en évidence par Davidson *et al.* (2006).

La variable RETOURP mesure le « retour du papier ». Elle correspond au rapport entre le volume de titres échangés lors des dix premiers jours de cotation et les montants qui ont été placés. Nous considérons un retour de titres élevé lors des premiers jours de cotation comme un signe de mauvais placement. La revente massive des titres dans les premiers jours de l'introduction en Bourse manifeste une activité de *flipping*, c'est-à-dire que les investisseurs achètent les titres dans le but de tirer un profit immédiat de la sous-

évaluation, sans volonté d'investir à long terme dans la firme. Nous supposons que le nombre de banques du syndicat bancaire agit positivement sur la qualité du placement des actions, car le recours à plusieurs banquiers accroît la surface de placement et la diversité des investisseurs contactés. Cette variable est également une mesure *ex post* qui doit avoir une relation positive sur le nombre d'intervenants dans le syndicat bancaire.

Le risque de placement d'une introduction en Bourse peut aussi être révélé par la réussite des opérations concurrentes qui ont eu lieu récemment. La variable UPB mesure la sous-évaluation⁷⁶ moyenne des trois dernières introductions pour les firmes du même secteur⁷⁷ et du même pays. Dans le but de limiter les phénomènes de sous-évaluation observés sur le marché, les émetteurs peuvent s'entourer de plusieurs banques, afin de mieux cerner le prix de vente des actions. Nous supposons que le nombre de banques du syndicat bancaire s'accroît lorsque les opérations précédentes ont connu une forte sous-évaluation.

Les variables de réputation de la banque chef de file

La réputation d'une banque chef de file est mesurée par deux variables. La variable REPP est construite sur la base de la part de marché de la banque chef de file dans notre échantillon, à savoir le pourcentage des capitaux placés par rapport au total des capitaux placés sur un marché entre 1995 et 2005. Cette première mesure est identique à celle utilisée par Megginson et Weiss (1991). La variable REPN repose sur la même logique, mais elle met en rapport le nombre d'opérations réalisées par la banque et l'ensemble des opérations de notre échantillon sur chaque marché.

Cette distinction entre les montants placés et le nombre d'opérations est importante, car elle reflète la segmentation du marché des introductions en Bourse. Une observation attentive montre bien qu'il existe des banques qui se spécialisent dans l'accompagnement des firmes de petite taille et en forte croissance vers l'introduction en Bourse. Par exemple, entre 1995 et 2005, Natexis Banques Populaires réalise 47 introductions en Bourse sur le marché français pour un montant cumulé de placement de 420 M\$⁷⁸. A l'opposé de ce

⁷⁶ La sous-évaluation est mesurée comme la variation relative de prix entre le cours boursier de clôture à 10 jours de l'introduction en Bourse et le prix d'introduction proposé lors de la vente des titres.

⁷⁷ L'appartenance à un secteur économique est définie par le code SIC de la base de données *Datastream*.

⁷⁸ Nous utilisons comme référentiel monétaire le dollar, car la base Thomson SDC présente majoritairement les informations financières en dollars. Un référentiel en euros nous aurait contraint à effectuer la conversion en euros des opérations britanniques.

segment de marché, des banques cherchent à réaliser les plus grandes introductions en Bourse. Ces opérations sont beaucoup plus rares, mais génèrent des parts de marché conséquentes. BNP Paribas est une bonne illustration de ce segment de marché, car cette banque réalise 17 introductions en Bourse entre 1995 et 2005 sur le marché français, pour un montant de placement cumulé de 9 438 M\$. Une mesure exclusive basée sur REPP conduirait à traiter Natexis Banques Populaires comme un intervenant de faible réputation alors que 47 firmes ont confié leur opération à cette banque. Cette double mesure de réputation nous semble nécessaire, car elle évite cette erreur. Nous notons que cette segmentation existe aussi en Allemagne avec Deutsche Genossenschafts Bank (45 opérations pour 2 543 M\$) par rapport à la Dresdner Bank AG (7 opérations pour 12 956 M\$). Le marché britannique présente également cette dissociation avec Seymour Pierce (56 opérations pour 600 M\$) par rapport à Goldman Sachs & Co (12 opérations pour 7 018 M\$)⁷⁹.

Selon notre deuxième hypothèse, nous attendons une relation négative entre la réputation du chef de file et la taille du syndicat bancaire. En effet, les banques chefs de file réputées, selon ces deux mesures, ont les moyens et la capacité de réaliser le placement des actions et d'assurer le succès de l'opération. Pour les syndicats bancaires composés de plusieurs chefs de file, nous avons pris en considération le nom de la banque figurant en haut et à gauche du prospectus, à savoir la banque chef de file arrivant en première position dans l'avis d'introduction, car il s'agit de la position habituelle de la banque « teneur de plume ».

Les variables de contrôle

Nous ajoutons dans notre modèle de régression un ensemble de variables de contrôle susceptibles de capter d'autres phénomènes que ceux que nous souhaitons observer dans nos deux hypothèses. La première variable est PROCEED, elle correspond au logarithme des montants placés en M\$ avec exercice de l'option de surallocation⁸⁰. Nous supposons

⁷⁹ Pour ne pas rester sur ces présentations particulières, un calcul de coefficient de corrélation de Spearman entre REPP et REPN renvoie une valeur de 0,129 indiquant une faible corrélation positive entre les deux variables.

⁸⁰ L'option de surallocation (ou *greenshoe*) correspond à la possibilité pour les actionnaires d'origine de vendre une quantité d'actions supplémentaires pour répondre à une forte demande. La technique de *greenshoe* permet également de stabiliser le cours de Bourse d'une action au moment de son introduction en Bourse, car cet excédent d'actions est laissé à la disposition des banques du syndicat de garantie pour intervenir sur le marché en cas de variations de cours non justifiées.

que les opérations les plus grandes nécessitent le recours à un plus grand nombre de banques dans le syndicat.

L'introduction en Bourse peut comporter plusieurs tranches d'émission. Notamment, le placement des actions peut être local ou international, ou être distingué selon les types d'investisseurs (personnes physiques, personnes morales ou investisseurs institutionnels). La variable TRANCHE correspond au nombre des différentes tranches d'opérations. Plus l'émission comporte de tranches, plus la taille du syndicat doit être élevée, car la spécificité d'une banque à réseau peut être nécessaire pour placer les titres auprès des personnes physiques, tandis qu'une banque d'affaires sera plutôt associée au placement auprès des investisseurs institutionnels. De la même manière, une banque anglo-saxonne peut être invitée à effectuer le placement des actions sur les marchés où elle dispose d'un réseau.

TIME correspond à la différence d'années entre la date de l'émission et l'année 1995. Cette variable est susceptible de capter la tendance sur la composition des syndicats bancaires. Nous supposons que le coefficient de cette variable sera négatif en raison de l'émergence des nouveaux marchés boursiers et de l'apparition des introductions en Bourse de petite taille effectuées majoritairement par une seule banque.

La variable YEAR est une variable binaire (0,1) égale à 1 si l'introduction en Bourse est réalisée pendant la période de la bulle *dotcom* (1999-2000). Nous souhaitons tenir compte de cette période spécifique dans notre échantillon. Les variables TECH et REGL sont également des variables binaires (0,1) égales à 1 si l'activité de l'émetteur appartient aux secteurs technologiques ou aux secteurs réglementés⁸¹. Le risque d'une introduction en Bourse dans les secteurs technologiques est plus prononcé que dans les secteurs réglementés. Nous attendons un coefficient positif entre le nombre de banques du syndicat et la variable TECH, alors que ce même coefficient devrait être négatif pour la variable REGL.

Nous prenons en compte également la concurrence qui existe entre les différentes introductions en Bourse d'un même secteur. Lorsque deux opérations ont lieu sur le même marché et le même secteur à un instant t , elles peuvent se partager la demande des actions des investisseurs. Il peut exister des incitations à la réalisation de son opération à une date différente de celle de ses concurrents directs. Cette idée d'un marché des actions dirigé par

⁸¹ Le secteur technologique comprend les codes SIC des activités suivantes : Biotechnologie (2833-2836, 8731-8734), Informatique (570-3577, 7370-7374), Electronique (3600-3674, 3812, 3823, 3825-3827, 3829), Matériel médical (3841, 3845), Matériel téléphonique (4812-4813), Matériel de communication (4899). Le secteur réglementé comprend les entreprises de service public (4900-4999) et les institutions financières (6000-6999).

une offre et une demande « traditionnelles » est reprise des travaux de Scholes (1972). Si les introductions en Bourse s'adressent à une demande limitée d'actions par les investisseurs, le recours à un grand nombre de banques dans le syndicat est de nature à faciliter le placement lors des périodes de forte concentration d'opérations. SECTOR mesure le logarithme des montants placés en introduction en Bourse sur le même marché, le même trimestre et le même secteur pour chaque opération. Nous attendons une liaison positive entre SECTOR et NBANK.

Enfin, les entreprises introduites en Bourse présentent deux types de titres : les actions des actionnaires d'origine qui sont cédées dans le but de retirer des fonds personnels, et les actions nouvelles qui sont cédées pour financer les nouveaux projets d'investissement de l'émetteur. Lorsque la part des titres nouveaux est élevée, l'asymétrie d'information sur la qualité de la firme est beaucoup plus prononcée, car la valeur de la firme est composée d'un actif en place évaluable sur la base de ses performances passées et d'un projet d'investissement difficilement estimable en raison de la multiplication des informations associées à l'introduction en Bourse. Si nous associons cette approche avec les résultats fondateurs de Myers et Majluf (1984) sur l'asymétrie d'information et sur l'impact négatif d'une augmentation de capital sur le cours boursier, nous pouvons supposer qu'une introduction en Bourse avec création d'une part importante d'actions nouvelles doit présenter un syndicat bancaire plus conséquent. Toutefois, cette supposition doit être relativisée, car l'accession au marché boursier pour les plus petites firmes s'accompagne souvent d'une levée en capital. L'introduction en Bourse joue le rôle d'un accès à un marché de financement par actions pour ces petites firmes. Si ces cas sont majoritaires, la liaison entre PRIMARY et NBANK devrait être faible ou négative, car une banque obtiendrait l'exclusivité de l'opération en raison de la petite taille de la firme.

Afin de capter les liaisons potentielles entre la taille du placement et le risque de l'opération, nous avons également introduit les variables croisées PROCRISK, PROCRP et PROCUPB qui correspondent à une appréciation du risque encouru en liaison avec la taille de l'opération réalisée sur les marchés boursiers.

2- Echantillon et statistiques descriptives

2-1 Echantillon d'introduction en Bourse

Nous réalisons notre étude sur un échantillon d'introductions en Bourse européennes. Nous avons constitué une base de données de 1 897 introductions en Bourse allemandes, britanniques et françaises sur la période 1995-2005 extraites de la base de données Thomson SDC. Nous présentons en annexe une synthèse des procédures d'introduction en Bourse existant dans ces trois pays. Cette synthèse montre que les firmes utilisent des techniques d'introduction en Bourse très proches.

Après le retrait des opérations dont le prix d'offre est nul, celles dont les informations sur la composition du syndicat bancaire ne sont pas fournies et celles dont les données de cotation boursière extraites de *Datastream* sont manquantes, nous disposons de 1 605 opérations comportant au minimum une tranche d'introduction. Cet échantillon comprend 403 opérations allemandes, 759 opérations britanniques et 443 opérations françaises.

Le tableau 19 présente la distribution de notre échantillon sur la période 1995-2005. Nous remarquons clairement l'intensité des opérations *dotcom* durant les années 1999 et 2000. En moyenne, ces deux années sont caractérisées par un nombre d'opérations très élevé qui représente 38,4 % de l'échantillon total. Nous relevons également que la volatilité moyenne des rentabilités boursières est plus prononcée durant cette période.

Nous observons que 256 introductions en Bourse des firmes allemandes sont réalisées entre 1999 et 2000, soit plus de 63 % de l'échantillon allemand. Les opérations britanniques sont largement majoritaires entre 2003 et 2005, alors que les opérations françaises se sont concentrées principalement entre 1997 et 1998. Il semble que les marchés d'introduction en Bourse de ces trois pays européens ont connu des périodes d'intensité différentes. Nous notons également que la taille moyenne du syndicat bancaire est très variable d'une année sur l'autre et qu'il existe une réelle diversité pour cette donnée sur notre échantillon.

Tableau 19 - Distribution de notre échantillon sur la période 1995-2005

L'échantillon est composé de 1 605 introductions en Bourse durant la période 1995-2005, réalisées dans trois pays : Allemagne, Grande-Bretagne et France. Le nombre d'opérations correspond au nombre d'introductions en Bourse réalisées dans nos trois pays. Les capitaux levés correspondent aux capitaux levés avec exercice de l'option de surallocation exprimés en M\$. La taille du syndicat mesure le nombre de banques constituant un syndicat bancaire. La réputation selon les capitaux placés mesure la part de marché en capitaux placés de la banque chef de file par pays sur la période 1995-2005. La réputation selon le nombre d'opérations mesure la part de marché en nombre d'opérations dirigées par la banque chef de file par pays sur la période 1995-2005. La volatilité des rentabilités boursières correspond à l'écart type des rentabilités boursières lors des 90 premiers jours de cotation. Les pourcentages d'opérations représentent la proportion d'opérations effectuées sur chaque marché.

Année	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Total
Nombre d'opérations	64	143	108	179	239	378	102	46	40	153	153	1605
Montant moyen des capitaux placés en M\$	142,63	150,16	187,41	84,68	117,77	122,22	122,78	131,95	105,00	94,23	216,06	131,22
Taille moyenne du syndicat bancaire	3,88	1,78	2,45	2,50	3,00	2,22	2,10	2,13	1,28	1,46	1,73	2,26
Réputation moyenne selon la part de marché des capitaux placés	0,049	0,015	0,028	0,033	0,040	0,023	0,016	0,023	0,016	0,021	0,027	0,027
Réputation moyenne selon la part de marché du nombre d'opérations	0,025	0,018	0,030	0,031	0,054	0,045	0,068	0,066	0,046	0,025	0,020	0,038
Volatilité moyenne des rentabilités boursières (90j)	0,019	0,022	0,030	0,038	0,048	0,048	0,041	0,033	0,028	0,030	0,023	0,037
% d'opérations allemandes	25,0%	3,5%	17,6%	36,9%	55,6%	32,5%	20,6%	6,5%	2,5%	2,6%	7,8%	25,1%
% d'opérations britanniques	59,4%	73,4%	29,6%	19,6%	13,4%	41,3%	41,2%	56,5%	85,0%	88,2%	81,0%	47,3%
% d'opérations françaises	15,6%	23,1%	52,8%	43,6%	31,0%	26,2%	38,2%	37,0%	12,5%	9,2%	11,1%	27,6%

2-2 Statistiques descriptives

Le tableau 20 ci-après présente les caractéristiques descriptives de l'échantillon global. En moyenne, 28,9 % des firmes de notre échantillon appartiennent au secteur technologique et 13,3 % au secteur réglementé. Les firmes introduites en Bourse durant cette période lèvent des capitaux moyens de 131,22 M\$ et constituent un syndicat bancaire composé en moyenne de 2,26 banques, soit une banque chef de file et au moins un manager. Les firmes introduites en Bourse réalisent des rentabilités initiales moyennes de + 26,3 % calculées au dixième jour de cotation. Nous remarquons que 86,2 % des actions introduites proviennent de l'émission de titres nouveaux.

Tableau 20 - Statistiques descriptives de notre échantillon

L'échantillon est composé de 1 605 introductions en Bourse durant la période 1995-2005 réalisées dans trois pays : France, Allemagne, Grande-Bretagne. La variable TECH est une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise fait partie d'un secteur d'activité technologique. La variable REGL est une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise fait partie d'un secteur de service public ou d'institutions financières. TRANCHE correspond au nombre de tranches de placement à destination des différentes catégories d'investisseurs et de marchés. PRIMARY correspond au pourcentage de titres nouveaux créés par rapport au total de titres placés. PROCEED est le logarithme des capitaux placés exprimés en dollars (surallocation comprise). NBANK est le nombre total de banques du syndicat. RISK90 est l'écart type des rentabilités boursières sur 90 jours de Bourse après l'introduction en Bourse. RP est le « retour papier », il correspond au rapport entre le volume de titres échangés lors des dix premiers jours de cotation sur le nombre de titres placés. UPB mesure la sous-évaluation moyenne ((prix de cotation à 10 jours de Bourse - prix d'introduction)/prix d'introduction) des trois dernières opérations du même secteur et du même marché. REPP mesure la part de marché en capitaux de la banque chef de file par pays sur la période 1995-2005. REPN mesure la part de marché en nombre d'opérations de la banque chef de file par pays sur la période 1995-2005. SECTOR mesure les capitaux levés sur un trimestre par des firmes de secteur et de marché identiques. UP10 mesure la sous-évaluation enregistrée lors des dix premiers jours ; elle correspond à la différence entre le prix de cotation au dixième jour et le prix d'introduction.

PANEL A	Echantillon total (N=1605)				
	Moyenne	Ecart-type	Médiane	Q1	Q3
TECH	0,289	0,453	0,000	0,000	1,000
REGL	0,133	0,340	0,000	0,000	0,000
TRANCHE	2,153	0,407	2,000	2,000	2,000
PRIMARY	0,862	0,279	1,000	0,905	1,000
PROCEED	131,22	575,05	20,36	6,90	56,42
NBANK	2,259	2,440	1,000	1,000	3,000
RISK90	0,037	0,025	0,032	0,020	0,047
RP	0,665	1,152	0,272	0,070	0,793
UPB	0,278	0,435	0,146	0,037	0,356
UP10	0,263	0,576	0,102	-0,017	0,322
REPP	0,027	0,054	0,005	0,001	0,026
REPN	0,038	0,052	0,023	0,009	0,037
SECTOR	4,320	2,538	4,732	2,994	6,187

L'observation des introductions en Bourse par pays montre que les opérations allemandes sont effectuées à 37,7 % par des firmes du secteur technologique et à 12,7 % par le secteur réglementé. Les firmes allemandes lèvent en moyenne 173,45 M\$ et constituent un syndicat bancaire composé de 3,79 banques en moyenne. La sous-évaluation moyenne du prix d'introduction à dix jours de cotation (UP10) est de + 46,4 % et le « retour papier » sur dix jours est de 91,7 % du nombre des titres placés. Ces opérations apparaissent les plus volatiles en termes de sous-évaluation, car l'écart type de la variable UP10 est presque deux fois supérieur à celui des deux autres marchés. La variable de volatilité des rentabilités boursières sur 90 jours de Bourse est également plus élevée que celle des marchés français et britannique.

Pour la Grande-Bretagne, 25,2 % des firmes introduites appartiennent au secteur technologique et 18,1 % font partie du secteur réglementé. La moyenne des capitaux placés s'élève seulement à 100,93 M\$. L'opération d'introduction en Bourse est réalisée par 1,44 banque et la sous-évaluation moyenne mesurée au dixième jour de Bourse est de + 19,0 %. Le « retour papier » est le plus faible des trois marchés avec 38,1 % des actions placées qui forment les volumes de transaction des dix premiers jours de cotation. Le marché britannique semble être le marché boursier qui attire les petites opérations réalisées par un syndicat bancaire de moindre ampleur qu'en Allemagne.

En termes de nombre de banques dans le syndicat, de montants placés et de sous-évaluation, le marché français des introductions en Bourse est un marché intermédiaire entre l'Allemagne et la Grande-Bretagne. 27,3 % des firmes introduites appartiennent au secteur technologique, alors que seulement 5,9 % font partie du secteur réglementé. Le montant moyen placé est de 144,71 M\$ et la taille moyenne du syndicat bancaire est de 2,26 banques. La sous-évaluation lors des premiers jours est en moyenne de + 20,8 % et le « retour papier » est de 91,9 %.

Cette présentation par pays montre bien les particularités des trois marchés d'introduction en Bourse. Le tableau 20 (suite) précise notre travail. Nous y présentons les premiers liens entre la composition d'un syndicat bancaire d'introduction, le risque de l'opération et la réputation du banquier chef de file. Ce tableau expose le nombre de banques qui forment le syndicat bancaire avec les variables de montant placé, de volatilité des rentabilités boursières et de réputation du chef de file.

Tableau 20 (suite) - Statistiques descriptives de notre échantillon

PANEL B	Allemagne (N=403)					Grande-Bretagne (N=759)					France (N=443)				
	Moyenne	Ecart-type	Médiane	Q1	Q3	Moyenne	Ecart-type	Médiane	Q1	Q3	Moyenne	Ecart-type	Médiane	Q1	Q3
TECH	0,377	0,485	0,000	0,000	1,000	0,252	0,434	0,000	0,000	1,000	0,273	0,446	0,000	0,000	1,000
REGL	0,127	0,333	0,000	0,000	0,000	0,181	0,385	0,000	0,000	0,000	0,059	0,235	0,000	0,000	0,000
TRANCHE	2,313	0,548	2,000	2,000	3,000	2,042	0,253	2,000	2,000	2,000	2,196	0,414	2,000	2,000	2,000
PRIMARY	0,839	0,266	1,000	0,764	1,000	0,898	0,245	1,000	1,000	1,000	0,822	0,334	1,000	0,791	1,000
PROCEED	173,45	776,89	41,79	22,75	84,60	100,93	312,99	18,74	6,86	59,36	144,71	692,60	8,26	2,74	26,26
NBANK	3,789	3,133	3,000	2,000	4,000	1,443	1,187	1,000	1,000	1,000	2,264	2,643	2,000	1,000	2,000
RISK90	0,047	0,021	0,045	0,033	0,057	0,031	0,028	0,024	0,014	0,036	0,038	0,020	0,034	0,023	0,047
RP	0,917	1,480	0,367	0,105	1,150	0,381	0,802	0,140	0,037	0,404	0,921	1,208	0,537	0,186	1,179
UPB	0,501	0,630	0,311	0,055	0,861	0,203	0,314	0,130	0,041	0,275	0,204	0,310	0,111	0,023	0,297
UP10	0,464	0,834	0,150	-0,063	0,756	0,190	0,438	0,104	0,003	0,255	0,205	0,436	0,088	-0,022	0,297
REPP	0,052	0,085	0,015	0,003	0,038	0,018	0,029	0,005	0,001	0,020	0,021	0,040	0,004	0,001	0,017
REPN	0,043	0,035	0,028	0,014	0,066	0,019	0,016	0,014	0,006	0,025	0,066	0,083	0,029	0,010	0,068
SECTOR	4,913	2,815	5,459	3,956	6,859	4,486	2,259	4,866	3,737	6,089	3,497	2,523	3,657	0,727	5,538

Sur l'échantillon complet, il apparaît clairement qu'il existe une relation forte entre la taille de l'introduction en Bourse et le nombre de banques du syndicat. Les 80 opérations à plus de cinq banques ont un montant moyen de capitaux placés de 1 225,03 M\$, alors que les 845 opérations avec une seule banque ont un montant moyen de 31,22 M\$. Plus de la moitié des opérations de notre période d'étude s'effectuent avec une seule banque d'affaires. La logique d'un syndicat bancaire élargi est plutôt marginale et réservée aux grandes introductions en Bourse. De manière assez évidente, nous vérifions bien que les syndicats bancaires les plus grands (6 et +) présentent un chef de file dont la réputation en part de marché des capitaux placés est la plus élevée (10,4 %). En revanche, la réputation en nombre d'opérations n'est pas croissante avec la taille des syndicats bancaires. Nous retrouvons ici les principes de la segmentation du marché des introductions en Bourse où les opérations les plus importantes sont effectuées par quelques banques qui se concentrent sur les capitaux placés, alors que les opérations plus petites et plus nombreuses sont effectuées par un autre type de banque qui vise le plus grand nombre d'opérations.

Toutefois, chaque marché d'introduction en Bourse semble particulier. En effet, l'Allemagne présente le plus grand nombre d'opérations (126) pour un syndicat bancaire formé de trois banques. Sur le marché allemand, nous constatons l'existence d'un fort lien entre la taille du syndicat et le montant des capitaux placés. Mais l'observation d'une relation forte entre le risque de l'introduction, la réputation du chef de file et la taille du syndicat n'est pas directe. Le seul chiffre particulier est celui de la bonne réputation du chef de file en capitaux placés de 0,13 pour les introductions en Bourse effectuées à l'aide des plus grands syndicats bancaires. La Grande-Bretagne affiche également une relation croissante entre la taille du syndicat et les capitaux placés. Mais la particularité du marché britannique réside surtout dans la concentration à plus de 79 % des introductions en Bourse réalisées par une seule banque. Pour toutes les opérations à plus d'une banque, nous observons que la réputation du chef de file en capitaux placés semble la plus importante. A nouveau, la France présente une situation intermédiaire où le syndicat bancaire « type » est composé d'une ou deux banques (plus de 78 % de notre échantillon). Le lien entre la formation du syndicat, la volatilité des rentabilités boursières et la réputation du chef de file en capitaux placés n'apparaît pas directement. Tout semble se jouer dans le choix entre une ou deux banques dans le syndicat bancaire. Toutefois, les écarts de volatilité et de réputation sont assez faibles entre ces deux configurations.

Tableau 21 - Distribution du nombre de banques du syndicat

L'échantillon est composé de 1 605 introductions en Bourse durant la période 1995-2005 réalisées dans trois pays : France, Allemagne, Grande-Bretagne. NBANK est le nombre total de banques du syndicat. PROCEED est le logarithme des capitaux placés exprimés en dollars (surallocation comprise). RISK90 est l'écart type des rentabilités boursières sur 90 jours de Bourse après l'introduction en Bourse. REPP mesure la réputation de la banque chef de file par la part de marché en capitaux de celle-ci par pays sur la période 1995-2005. REPN mesure la réputation de la banque chef de file par la part de marché en nombre d'opérations de celle-ci par pays sur la période 1995-2005.

Echantillon total (N=1605)							Allemagne (N=403)						
NBANK	N	%	PROCEED	RISK90	REPP	REPN	NBANK	N	%	PROCEED	RISK90	REPP	REPN
1	845	52,6%	31,22	0,034	0,011	0,035	1	45	11,2%	39,31	0,045	0,017	0,029
2	302	18,8%	79,46	0,038	0,023	0,049	2	65	16,1%	44,61	0,051	0,035	0,046
3	200	12,5%	88,15	0,044	0,044	0,039	3	126	31,3%	68,19	0,051	0,040	0,046
4	122	7,6%	202,54	0,044	0,058	0,036	4	87	21,6%	77,50	0,049	0,053	0,041
5	56	3,5%	255,21	0,039	0,061	0,027	5	35	8,7%	103,76	0,046	0,064	0,035
6 et +	80	5,0%	1295,03	0,029	0,104	0,038	6 et +	45	11,2%	1028,08	0,029	0,130	0,053

Grande-Bretagne (N=759)							France (N=443)						
NBANK	N	%	PROCEED	RISK90	REPP	REPN	NBANK	N	%	PROCEED	RISK90	REPP	REPN
1	601	79,2%	35,30	0,032	0,010	0,021	1	199	44,9%	17,07	0,038	0,012	0,080
2	87	11,5%	122,30	0,022	0,020	0,012	2	150	33,9%	69,72	0,041	0,019	0,071
3	24	3,2%	224,50	0,026	0,075	0,015	3	50	11,3%	73,00	0,034	0,037	0,034
4	22	2,9%	561,54	0,031	0,088	0,012	4	13	2,9%	431,80	0,035	0,040	0,041
5	12	1,6%	740,97	0,029	0,077	0,016	5	9	2,0%	196,52	0,026	0,029	0,011
6 et +	13	1,7%	1393,69	0,028	0,077	0,012	6 et +	22	5,0%	1782,75	0,029	0,068	0,023

De ces premiers résultats, il semble difficile de tirer un schéma global pour tous les marchés d'introduction en Bourse de ces trois pays. Il est donc nécessaire de réaliser des régressions multiples que nous présentons dans la partie suivante. La matrice de corrélation de nos variables indépendantes est présentée dans le tableau 22. Nous remarquons que les coefficients de corrélation sont généralement significatifs au seuil de 1 % avec des coefficients fortement élevés entre nos variables croisées et nos proxys du risque de placement.

Tableau 22 - Matrice des coefficients de corrélation

	RISK90	RETOURP	PROCRISK	PROCRP	PROCUPB	REPP	REPN	PROCEED	UPB	SECTOR	TIME	YEAR	PRIMARY	TRANCHE	TECH	REGL	FR	UK
RISK90	1,000																	
RP	0,320	1,000																
PROCRISK	0,591	0,140	1,000															
PROCRP	0,204	0,744	0,415	1,000														
PROCUPB	0,092	0,109	0,320	0,249	1,000													
REPP	-0,047	0,003	0,240	0,134	0,137	1,000												
REPN	0,168	0,179	-0,162	-0,046	-0,047	0,129	1,000											
PROCEED	-0,187	-0,118	0,540	0,278	0,287	0,444	-0,332	1,000										
UPB	0,159	0,180	0,204	0,202	0,905	0,043	0,035	0,071	1,000									
SECTOR	0,133	0,085	0,309	0,160	0,178	0,050	-0,098	0,228	0,155	1,000								
TIME	-0,013	-0,063	-0,074	-0,047	-0,070	-0,047	0,012	-0,009	-0,082	0,057	1,000							
YEAR	0,351	0,151	0,375	0,170	0,112	0,036	0,152	0,070	0,090	0,337	-0,084	1,000						
PRIMARY	0,098	0,009	-0,102	-0,106	-0,076	-0,219	0,010	-0,326	-0,003	-0,059	-0,110	0,009	1,000					
TRANCHE	0,109	0,054	0,453	0,252	0,218	0,347	-0,024	0,474	0,086	0,173	-0,116	0,290	-0,246	1,000				
TECH	0,134	0,029	0,142	0,057	0,068	0,037	0,041	0,017	0,066	0,094	-0,017	0,110	0,018	0,083	1,000			
REGL	-0,073	-0,031	-0,039	-0,012	0,022	0,020	-0,101	0,123	0,000	0,038	0,090	-0,023	0,002	-0,046	-0,248	1,000		
FR	0,029	0,136	-0,204	-0,038	-0,168	-0,069	0,333	-0,269	-0,106	-0,199	-0,157	0,008	-0,088	0,062	-0,021	-0,134	1,000	
UK	-0,222	-0,231	-0,200	-0,182	-0,145	-0,170	-0,342	0,002	-0,163	0,058	0,266	-0,268	0,120	-0,338	-0,080	0,129	-0,584	1,000

1598 sample size

± ,049 critical value .05 (two-tail)

± ,064 critical value .01 (two-tail)

3- Résultats des modèles de régression

Nous utilisons un modèle binomial négatif pour tester l'hypothèse d'un lien positif entre la taille du syndicat bancaire et le risque de placement, ainsi que l'hypothèse d'un lien négatif entre la taille du syndicat bancaire et la réputation du banquier chef de file. La variable dépendante de notre modèle est le nombre de banques composant le syndicat. La volatilité des rentabilités boursières, le « retour papier » et la sous-évaluation des opérations précédentes sont les variables de risque de placement. La part de marché en capitaux placés (variable de Megginson et Weiss, 1991) et la part de marché en nombre d'opérations forment les variables de réputation. Nous incluons également des variables de contrôle telles que le montant des capitaux placés, le secteur d'activité de l'entreprise, l'indice temps, la part de titres nouvellement créés, le nombre de tranches d'émission et la période de bulle Internet.

Le tableau 23 présente les régressions binomiales négatives sur notre échantillon de 1 605 introductions en Bourse allemandes, britanniques et françaises. Les variables de risque de placement et de réputation de la banque chef de file font chacune l'objet d'une régression spécifique. Une sixième régression reprend les influences globales de toutes les variables rattachées à nos hypothèses.

Conformément aux travaux de Davidson *et al.* (2006), nous observons que nos deux mesures du risque de placement *ex post* sont positives et significatives. Ce premier résultat des régressions 1 et 2 valide l'hypothèse de la formation d'un syndicat bancaire plus large pour le placement des titres aux rentabilités boursières très volatiles et présentant un « retour papier » prononcé. Les coefficients sur la réputation du chef de file sont également significatifs et positifs dans les régressions 4 et 5. Mais ils vont à l'encontre de notre deuxième hypothèse. Malgré une forte qualité en termes de capitaux placés et de nombre d'opérations dirigées, une banque chef de file qui présente ces atouts aurait tendance à partager les introductions en Bourse qu'elle dirige avec d'autres intervenants bancaires.

Nous remarquons également une relation très significative par rapport aux capitaux placés lors de l'introduction en Bourse. Les opérations de grande taille sont réalisées par un syndicat composé d'un grand nombre de banques. Toutefois, les chiffres négatifs et significatifs des variables croisées de taille et de risque (PROCRISK et PROCRP) montrent bien qu'il existe une interférence entre taille d'opération et le risque *ex post*. Nous retrouvons ici la relation négative bien connue en Finance entre le risque et la taille

telle qu'elle est illustrée dans les travaux de Fama et French (1993) qui prennent en compte une prime de risque liée à la taille des firmes dans leur calcul du coût des fonds propres.

Au titre des variables de contrôle, nous observons par le facteur TIME la tendance à la réduction de la taille des syndicats bancaires sur la période 1995-2005. Contrairement à notre réflexion sur l'impact des variables, la part de titres nouveaux dans l'introduction en Bourse (PRIMARY) et la concurrence d'opérations effectuées dans le même secteur (SECTOR) ont des coefficients négatifs. Ceci est en opposition avec les approches basées sur les travaux de Myers et Majluf (1984) et celles de Scholes (1972). Ces résultats peuvent être liés à la forte présence d'opérations de petite taille qui concentrent des firmes en recherche de capitaux nouveaux et qui ne mobilisent pas de capitaux assez importants au point de combler la demande des investisseurs en actions issues d'une introduction en Bourse.

Sachant que notre échantillon est composé d'opérations réalisées dans trois pays qui présentent certaines spécificités en matière de syndicat bancaire, nous avons intégré des variables binaires UK et FR qui prennent une valeur de 1 lorsque l'opération est réalisée sur les marchés britannique ou français. Nous retrouvons les résultats des tableaux précédents. Par rapport aux chiffres allemands, nous constatons que les syndicats bancaires des introductions en Bourse britanniques sont largement plus faibles (coefficient de l'ordre de -0,38). Les intervenants dans les opérations françaises sont également moins nombreux (coefficient de l'ordre de -0,14). Cela nous conduit à effectuer des tableaux de régression spécifiques à chaque pays.

Tableau 23 - Régression binomiale négative sur l'échantillon global

L'échantillon est composé de 1 605 introductions en Bourse durant la période 1995-2005 réalisées dans trois pays : France, Allemagne, Grande-Bretagne. La variable TECH comprend les entreprises de biotechnologie, informatique, électronique, matériel de navigation, etc. (SIC codes : 2833-2836, 8731-8734, 3570-3577, 7370-7374, 3600-3674, 3812, 3823, 3825-3829, 3841, 3845, 4812, 4813, 4899). La variable REGL comprend les entreprises de service public et les institutions financières (4900-4999, 6000-6999). TRANCHE correspond au nombre de tranches réalisées à l'international. PRIMARY correspond au pourcentage de titres créés. PROCEED est le logarithme népérien des capitaux levés (surallocation comprise). RISK est l'écart type des rentabilités de titres sur une fenêtre de 90 jours. RP correspond au rapport entre le volume de titres échangé lors des dix jours de cotation sur les capitaux levés. REPP mesure la part de marché (en % de capitaux levés) de la banque chef de file dans notre échantillon (mesure Megginson et Weiss, 1991). La variable REPN mesure le nombre d'opérations réalisées par la banque sur l'ensemble des opérations de notre échantillon. UPB mesure la sous-évaluation ((prix de cotation – prix d'introduction)/prix d'introduction) lors des trois dernières opérations d'émission d'entreprises concurrentes. SECTOR mesure les capitaux levés par la concurrence lors des trois dernières opérations d'émission. PROCURISK, PROCRP, PROCUPB sont des variables croisées entre la variable PROCEED et les proxys du risque de placement. La variable TIME correspond à la différence d'années entre la date de l'émission et l'année 1995. YEAR correspond à une variable dummy égale à 1 si l'IPO est réalisée durant la période 1999-2000, 0 autrement. FR correspond à une variable dummy égale à 1 si l'introduction en Bourse a lieu en France, 0 autrement. UK correspond à une variable dummy égale à 1 si l'introduction en Bourse a lieu en Angleterre, 0 autrement (variable dummy (Allemagne) non prise en compte pour éviter le problème de multicollinéarité). Les p-values sont entre parenthèses.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
C	0,455 (4,081)***	0,567 (5,462)***	0,632 (5,981)***	0,716 (3,939)***	0,631 (6,261)***	0,447 (3,910)***
RISK90	4,623 (3,358)***					3,974 (2,701)***
RETOURP		0,075 (2,550)**				0,051 (1,625)
UPB			0,032 (0,3034)			-0,036 (-0,332)
REPP	0,736 (2,539)**	0,777 (2,686)***	0,884 (3,054)***	1,243 (2,350)**		0,706 (2,425)**
REPN	0,941 (2,231)**	0,980 (2,317)**	1,112 (2,665)***		1,368 (3,536)***	0,867 (2,035)**
PROCRISK	-1,208 (-2,887)***	0,015 (0,061)	-0,019 (-0,074)	-0,070 (-0,276)	-0,047 (-0,187)	-1,015 (-2,301)**
PROCRP	-0,012 (-2,231)**	-0,032 (-3,375)***	-0,012 (-2,306)**	-0,012 (-2,239)**	-0,012 (-2,349)**	-0,025 (-2,562)***
PROCUPB	-0,016 (-1,633)	-0,016 (-1,706)*	-0,025 (-0,944)	-0,016 (-1,595)	-0,018 (-1,927)	-0,007 (-0,255)
PROCEED	0,243 (13,546)***	0,211 (14,664)***	0,194 (13,317)***	0,179 (2,224)**	0,205 (16,398)***	0,244 (13,296)***
TIME	-0,023 (-3,698)***	-0,020 (-3,171)***	-0,020 (-3,109)***	-0,018 (-1,205)	-0,020 (-3,217)***	-0,023 (-3,559)***
TRANCHE	0,017 (0,594)	0,021 (0,709)	0,020 (0,666)	0,014 (0,455)	0,029 (0,996)	0,018 (0,623)
YEAR	-0,049 (-1,190)	-0,043 (-1,054)	-0,042 (-1,017)	-0,025 (-0,606)	-0,050 (-1,235)	-0,049 (-1,188)
TECH	0,028 (0,741)	0,033 (0,865)	0,029 (0,756)	0,030 (-0,664)	0,030 (0,789)	0,030 (0,793)
REGL	-0,053 (-1,011)	-0,038 (-0,735)	-0,031 (-0,591)	-0,032 (-0,602)	-0,028 (-0,547)	-0,054 (-1,039)
SECTOR	-0,017 (-2,505)**	-0,019 (-2,806)***	-0,018 (-2,607)***	-0,018 (-2,108)**	-0,018 (-2,667)***	-0,018 (-2,572)***
PRIMARY	-0,143 (-2,474)**	-0,153 (-2,634)***	-0,160 (-2,749)***	-0,160 (-2,721)***	-0,167 (-2,888)***	-0,142 (-2,446)**
FR	-0,142 (-2,975)***	-0,140 (-2,913)***	-0,135 (-2,787)***	-0,125 (-2,582)***	-0,152 (-3,203)***	-0,145 (-3,018)***
UK	-0,389 (-8,165)***	-0,374 (-7,825)***	-0,371 (-7,677)***	-0,394 (-2,754)***	-0,386 (-8,182)***	-0,385 (-8,011)***
ALPHA	0,004 (0,000)	0,007 (0,000)	0,019 (0,000)	0,022 (-0,057)	0,008 (0,000)	0,009 (0,000)
Adj R²	0,619	0,611	0,598	0,585	0,614	0,622
N	1605	1605	1605	1605	1605	1605

Le tableau 24 présente les résultats du marché allemand. Sur ce marché, nous validons notre première hypothèse de lien entre la taille du syndicat et le risque de l'opération. La variable de risque *ex post* RISK90 et celle *ex ante* UPB sont toutes les deux positives et significatives. Les introductions en Bourse allemandes sont les plus risquées de notre échantillon. Elles concernent 37,7 % de sociétés technologiques qui enregistrent les plus fortes volatilités des rentabilités boursières et les sous-évaluations les plus prononcées. Sur ce marché, le choix d'un syndicat bancaire de grande taille est lié au risque de l'introduction en Bourse. En revanche, la réputation du chef de file est sans effet notable sur la taille du syndicat bancaire. L'exclusivité des opérations allemandes n'est pas remportée par les banques les plus réputées. Le partage systématique des opérations est le modèle le plus courant. Nous pensons que l'existence de huit places boursières différentes en Allemagne, avec à leur tête la place Francfort qui réalise le plus gros chiffre d'affaires de la Bourse, est de nature à créer des réputations régionales ou des réputations spécifiques des banques par *Länder* qui ne sont pas mesurées par nos variables.

Concernant les autres variables, nous retrouvons le sens global de la régression sur l'échantillon complet. Le montant des capitaux placés accroît de manière significative la taille du syndicat bancaire. La variable croisée entre le risque et le montant placé est négative, elle montre bien le rôle de la taille dans la maîtrise du risque des introductions en Bourse. Le facteur temps est négatif et significatif et la concurrence sectorielle des opérations a un impact négatif qui peut être expliqué par une hypothèse alternative à celle de la pression par la demande de Scholes (1972). Une variable SECTOR élevée signale une forte concentration d'opérations d'introduction en Bourse durant le même trimestre, dans le même secteur d'activité et le même pays. Les intervenants bancaires d'une introduction en Bourse peuvent difficilement conduire deux opérations concurrentes en même temps sur le même marché sans faire face à certains conflits. Le nombre d'acteurs bancaires sur le marché des introductions en Bourse étant restreint, l'existence d'une interdiction tacite d'appartenir à une opération concurrente doit conduire à une réduction généralisée de la taille des syndicats bancaires en période de forte concentration d'opérations dans un même secteur. Le cas allemand reprend ces caractéristiques, car beaucoup d'opérations de firmes technologiques ont eu lieu sur ce marché en 1999 et 2000.

Tableau 24 - Régression binomiale négative sur l'échantillon allemand

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
C	-0,189 (-0,800)	0,611 (3,273)***	0,525 (2,791)***	0,722 (4,031)***	0,732 (4,074)***	-0,376 (-1,539)
RISK90	21,850 (5,117)***					21,094 (4,595)***
RETOURP		0,155 (1,791)*				0,070 (0,732)
UPB			0,399 (2,656)***			0,389 (2,704)***
REPP	0,242 (0,663)	0,381 (1,043)	0,310 (0,845)	0,080 0,273192		0,165 (0,439)
REPN	-1,141 (-1,198)	-1,455 (-1,528)	-1,284 (-1,348)		-0,827 -1,08286	-1,275 (-1,302)
PROCRISK	-5,811 (-5,468)***	-0,478 (-1,251)	-0,540 (-1,409)	-0,554 -1,45903	-0,561 -1,47309	-5,636 (-5,002)***
PROCRP	-0,006 (-1,003)	-0,049 (-1,927)*	-0,005 (-0,855)	-0,006 -0,960956	-0,005 -0,886452	-0,025 (-0,899)
PROCUPB	-0,020 (-2,001)**	-0,020 (-1,893)*	-0,122 (-3,337)***	-0,023 (-2,279)**	-0,024 (-2,306)**	-0,120 (-3,518)***
PROCEED	0,515 (12,477)***	0,318 (12,491)***	0,343 (13,326)***	0,303 (11,959)***	0,308 (12,764)***	0,567 (13,378)***
TIME	-0,081 (-6,210)***	-0,069 (-5,183)***	-0,073 (-5,537)***	-0,072 (-5,431)***	-0,073 (-5,525)***	-0,084 (-6,336)***
TRANCHE	-0,028 (-0,749)	-0,025 (-0,663)	-0,020 (-0,533)	-0,039 (-1,050)	-0,033 (-0,880)	-0,010 (-0,274)
YEAR	0,025 (0,384)	0,034 (0,513)	0,037 (0,548)	0,006 (0,094)	0,007 (0,101)	0,060 (0,861)
TECH	0,100 (1,837)*	0,098 (1,782)*	0,097 (1,758)*	0,097 (1,770)*	0,100 (1,820)*	0,109 (1,940)*
REGL	-0,048 (-0,594)	-0,023 (-0,281)	-0,014 (-0,175)	-0,002 (-0,024)	-0,010 (-0,128)	-0,048 (-0,583)
SECTOR	-0,017 (-1,661)*	-0,020 (-1,983)**	-0,021 (-2,066)**	-0,021 (-2,017)**	-0,020 (-1,946)*	-0,024 (-2,272)**
PRIMARY	0,007 (0,078)	0,016 (0,169)	0,010 (0,105)	-0,006 (-0,062)	-0,008 (-0,084)	0,009 (0,091)
ALPHA	0,002 (0,010)	0,000 (0,001)	0,001 (0,004)	0,001 (0,004)	0,002 (0,009)	0,110 (0,000)
Adj R²	0,714	0,682	0,667	0,679	0,682	0,689
N	403	403	403	403	403	403

Les résultats britanniques sont présentés dans le tableau 25. Concernant nos deux hypothèses, les conclusions sont diamétralement opposées à celles du marché allemand. Les facteurs de risque *ex ante* et *ex post* n'ont aucun impact sur le nombre d'intervenants dans le syndicat bancaire. Dans la mesure où la Grande-Bretagne est le pays où le risque de l'introduction en Bourse est le mieux maîtrisé, ce résultat n'est pas surprenant. Les introductions en Bourse britanniques sont plus petites, mais leur taille influence toujours positivement et significativement le nombre de banques du syndicat sans offrir de relation significative pour la variable croisée entre le montant placé et le risque.

Les résultats les plus intéressants concernent la segmentation effective du marché britannique selon la réputation des banques. Le coefficient de la réputation en part de marché des montants placés REPP est positif et significatif. Il montre que les banques chefs de file qui dirigent les plus grandes introductions en Bourse s'associent avec un plus grand nombre de banques. A l'opposé, les banques qui ont une réputation importante en part de marché des opérations effectuées REPN ont tendance à former des syndicats bancaires plus petits. Nous retrouvons l'idée d'une segmentation spécifique sur le marché de la syndication des introductions en Bourse. Les banques qui dirigent les introductions en Bourse britanniques les plus grandes, mais aussi les plus rares, font appel à un large syndicat bancaire, alors que les banques qui assument les petites introductions en Bourse le font seules pour une large majorité des cas. Il est important de distinguer les deux types de syndication, car la réputation du chef de file ne se fait pas de la même manière selon que la firme introduite est de petite taille ou de grande taille.

Les variables de contrôle présentent des résultats assez différents de ceux de l'échantillon global, car seule la variable de tranche d'opération est positive et significative. L'ouverture des introductions en Bourse britanniques à plusieurs catégories d'investisseurs est de nature à accroître le nombre d'intervenants dans le syndicat bancaire.

Tableau 25 - Régression binomiale négative sur l'échantillon britannique

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
C	-0,476 (-2,337)**	-0,417 (-2,192)**	-0,417 (-2,193)**	-0,578 (-3,151)***	-0,725 (-3,950)***	-0,486 (-2,381)***
RISK90	2,265 (1,007)					1,724 (0,712)
RETOURP		0,046 (0,753)				0,030 (0,444)
UPB			0,152 (0,603)			0,135 (0,532)
REPP	9,075 (9,784)***	9,097 (9,790)***	9,220 (9,868)***	7,035 (7,348)***		9,114 (9,743)***
REPN	-6,887 (-3,188)***	-6,900 (-3,191)***	-6,917 (-3,201)***		-2,765 (-1,315)	-6,930 (-3,206)***
PROCRISK	-0,392 (-0,570)	0,272 (0,733)	0,267 (0,719)	0,323 (0,866)	0,139 (0,357)	-0,244 (-0,338)
PROCRP	0,011 (1,132)	0,001 (0,091)	0,011 (1,084)	0,014 (1,430)	0,015 (1,667)*	0,005 (0,275)
PROCUPB	-0,025 (-0,980)	-0,025 (-1,022)	-0,064 (-1,011)	-0,022 (-0,856)	-0,018 (-0,705)	-0,060 (-0,941)
PROCEED	0,113 (3,516)***	0,099 (3,604)***	0,097 (3,576)***	0,109 (4,248)***	0,155 (6,588)***	0,118 (3,592)***
TIME	-0,007 (-0,677)	-0,006 (-0,655)	-0,006 (-0,609)	-0,011 (-1,123)	-0,004 (-0,433)	-0,007 (-0,692)
TRANCHE	0,242 (3,586)***	0,237 (3,504)***	0,242 (3,591)***	0,272 (4,016)***	0,405 (6,278)***	0,240 (3,562)***
YEAR	-0,094 (-1,224)	-0,094 (-1,230)	-0,093 (-1,214)	-0,111 (-1,423)	-0,086 (-1,088)	-0,094 (-1,223)
TECH	-0,063 (-0,851)	-0,065 (-0,872)	-0,062 (-0,831)	-0,059 (-0,793)	-0,058 (-0,756)	-0,063 (-0,851)
REGL	-0,033 (-0,407)	-0,026 (-0,328)	-0,024 (-0,292)	-0,021 (-0,262)	-0,047 (-0,562)	-0,031 (-0,381)
SECTOR	-0,004 (-0,297)	-0,005 (-0,363)	-0,005 (-0,359)	-0,004 (-0,327)	-0,004 (-0,296)	-0,005 (-0,379)
PRIMARY	0,173 (1,420)	0,173 (1,422)	0,168 (1,372)	0,186 (1,511)	0,168 (1,335)	0,170 (1,386)
ALPHA	0,001 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,001 (0,000)	0,000 (0,000)
Adj R²	0,505	0,506	0,504	0,522	0,528	0,506
N	759	759	759	759	759	759

Les résultats sur les 443 introductions en Bourse françaises sont exposés dans le tableau 26. En matière de risque d'opération et de formation du syndicat bancaire, nous retrouvons la position intermédiaire du marché français par rapport à l'Allemagne et à la Grande-Bretagne. Nous notons un coefficient positif et significatif sur les variables *ex post* RISK90 et RETOURP. Toutefois, la valeur de ces coefficients est moins prononcée que celle présentée sur les chiffres allemands. Même si le risque d'opération semble mieux maîtrisé en France, le nombre d'intervenants bancaires s'accroît lorsque le risque de placement de l'introduction en Bourse est élevé. Nous remarquons également que le montant des capitaux placés influence positivement la taille du syndicat bancaire. La variable croisée de risque et de taille d'opération PROCRIK est négative et significative. Elle souligne la maîtrise du risque qui existe pour les opérations les plus importantes en capitaux placés.

Les relations entre la taille du syndicat bancaire et la réputation du chef de file sont opposées à celles existant sur le marché britannique : les coefficients sur REPP sont négatifs et significatifs, alors que ceux sur REPN sont positifs et significatifs. La segmentation de la syndication bancaire des introductions en Bourse françaises semble fondamentalement différente de celle de la Grande-Bretagne. Les banques chefs de file les plus réputées en part de marché des capitaux placés forment des syndicats bancaires de plus petite taille. Cela correspond bien au sens de notre deuxième hypothèse. Dans ce domaine, la forte réputation d'une banque chef de file lui permet d'assurer le placement des introductions en Bourse sans devoir s'associer avec d'autres intervenants. En revanche, la réputation en nombre d'opérations joue en sens opposé. La direction d'un grand nombre d'opérations est associée à un partage plus prononcé des introductions en Bourse dans un syndicat bancaire plus large. Ceci peut s'expliquer par la rareté des grandes introductions en Bourse sur le marché boursier français comparativement aux petites opérations. Notamment, les opérations les plus grandes telles que les privatisations génèrent des parts de marché conséquentes pour les banques chef de file, mais elles sont moins partagées. A l'inverse, les petites opérations largement majoritaires ne drainent pas de capitaux placés conséquents, mais font l'objet d'un partage plus aisé dans des syndicats bancaires plus ouverts.

Nous observons que trois variables de contrôle présentent des coefficients significatifs. TIME montre bien la réduction de la taille des syndicats bancaires français sur les onze années d'étude. Les coefficients négatifs de SECTOR montrent que la concurrence entre les opérations n'est pas de nature à accroître le nombre d'intervenants bancaires dans une

introduction en Bourse. L'idée d'un syndicat bancaire plus large pour des opérations présentant de larges parts d'actions nouvelles n'est pas validée, car le coefficient de PRIMARY est négatif et significatif.

Tableau 26 - Régression binomiale négative sur l'échantillon français

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
C	0,228 (1,433)	0,332 (2,226)**	0,448 (3,028)***	0,759 (5,901)***	0,456 (3,192)***	0,210 (1,301)
RISK90	5,998 (2,753)***					5,651 (2,497)**
RETOURP		0,090 (2,197)**				0,084 (1,959)**
UPB			-0,115 (-0,665)			-0,293 (-1,628)
REPP	-2,074 (-2,759)***	-1,952 (-2,573)***	-1,808 (-2,366)**	-0,406 (-0,561)		-2,155 (-2,891)***
REPN	3,235 (6,113)***	3,291 (6,334)***	3,448 (6,714)***		3,208 (6,262)***	3,266 (6,155)***
PROCRISK	-3,076 (-4,520)***	-1,589 (-2,601)***	-1,967 (-3,213)***	-2,694 (-4,204)***	-1,660 (-2,797)***	-3,006 (-4,312)***
PROCRP	-0,004 (-0,261)	-0,034 (-1,608)	0,004 (0,263)	0,005 (0,290)	-0,002 (-0,102)	-0,032 (-1,582)
PROCUPB	0,034 (1,478)	0,036 (1,531)	0,067 (1,822)*	0,069 (3,061)***	0,037 (1,607)	0,128 (3,385)***
PROCEED	0,466 (16,843)***	0,426 (17,151)***	0,398 (16,249)***	0,335 (14,497)***	0,376 (17,432)***	0,478 (17,188)***
TIME	-0,062 (-4,999)***	-0,052 (-4,151)***	-0,058 (-4,569)***	-0,023 (-1,894)*	-0,056 (-4,441)***	-0,057 (-4,666)***
TRANCHE	-0,029 (-0,518)	-0,015 (-0,272)	-0,024 (-0,422)	-0,066 (-1,196)	-0,039 (-0,693)	-0,030 (-0,533)
YEAR	0,099 (1,371)	0,103 (1,415)	0,133 (1,827)*	0,223 (3,095)***	0,144 (1,998)**	0,078 (1,074)
TECH	0,019 (0,289)	0,049 (0,731)	0,042 (0,633)	0,084 (1,253)	0,027 (0,409)	0,034 (0,522)
REGL	-0,190 (-1,685)*	-0,198 (-1,726)*	-0,129 (-1,130)	-0,132 (-1,168)	-0,142 (-1,249)	-0,244 (-2,165)**
SECTOR	-0,030 (-2,679)***	-0,032 (-2,779)***	-0,026 (-2,209)**	-0,032 (-2,807)***	-0,026 (-2,302)**	-0,031 (-2,785)***
PRIMARY	-0,404 (-4,896)***	-0,412 (-4,947)***	-0,415 (-4,972)***	-0,436 (-5,279)***	-0,400 (-4,777)***	-0,421 (-5,162)***
ALPHA	0,002 (0,000)	0,001 (0,000)	0,002 (0,000)	0,010 (0,000)	0,004 (0,000)	0,003 (0,000)
Adj R²	0,765	0,763	0,751	0,637	0,756	0,756
N	443	443	443	443	443	443

Conclusion de la section II

Dans cette section, nous avons essayé de comprendre la formation d'un syndicat bancaire d'introduction en Bourse au regard du risque de placement des titres et de la réputation de la banque chef de file qui dirige l'opération sur le marché. Notre but était d'apporter des éclaircissements sur la structure d'une syndication bancaire en Europe par rapport à ces deux dimensions. Nous avons estimé les influences de ces variables sur la base d'un échantillon composé de 1 605 introductions en Bourse effectuées sur les trois plus grandes places financières européennes.

Le premier résultat fondamental de cette étude montre qu'il existe une grande diversité des formes de syndication entre l'Allemagne, la Grande-Bretagne et la France. Les opérations allemandes sont caractérisées par des syndicats bancaires plus larges où le chef de file s'associe avec d'autres intervenants. A l'opposé, les opérations britanniques sont fortement concentrées sur une seule banque. Les introductions en Bourse françaises occupent une place intermédiaire avec des syndicats bancaires composés d'une moyenne légèrement supérieure à deux intervenants. Par-delà ces différences qui rendent les comparaisons difficiles entre les trois pays étudiés, nous obtenons des résultats identiques à ceux de Corwin et Schultz (2005) qui montrent que le nombre de banques qui forment le syndicat augmente avec le montant des capitaux placés. Nous remarquons également que les syndicats bancaires ont tendance à se restreindre en France et en Allemagne sur notre période d'étude entre 1995 et 2005.

Le deuxième résultat montre que notre hypothèse d'un accroissement de la taille du syndicat bancaire en présence d'un risque de placement élevé semble fondée sur les marchés allemand et français. Nous remarquons que ces deux marchés sont en moyenne les plus risqués pour le placement des actions et que les mécanismes d'accroissement de la taille de la syndication fonctionnent pour diversifier les risques des intervenants bancaires. En revanche, le marché britannique des introductions en Bourse ne répond pas aux influences des variables de risque. Il s'agit d'un marché où la volatilité des rentabilités boursières, le retour des actions et la sous-évaluation des opérations précédentes sont les plus faibles et les mieux maîtrisés par les banques.

Enfin, le troisième résultat de cette étude concerne la réputation de la banque chef de file. Nous montrons que la formation de la réputation est fondée sur deux dimensions différentes. La première s'exprime en parts de marché des capitaux placés, la seconde se matérialise en parts du nombre d'opérations dirigées. Cela représente une certaine forme

de segmentation du marché des introductions en Bourse entre les banques qui se concentrent sur des opérations de grande taille et amènent des parts de capitaux placés substantielles et les banques qui tentent d'obtenir des mandats plus nombreux sur des opérations de petite taille. Cette approche différente de la réputation donne des résultats opposés en Grande-Bretagne et en France. Les introductions en Bourse britanniques dirigées par les banques à forte part de marché en capitaux placés sont partagées entre plusieurs banques, alors que les opérations dirigées par des banques à forte part de marché en nombre d'opérations sont plutôt assumées par une seule banque. Les relations entre ces variables ont un signe opposé sur le marché français. Cela souligne qu'il n'est pas possible d'avoir une vision unique de la forte réputation d'une banque chef de file comme variable de concentration des introductions en Bourse.

Conclusion générale

Notre recherche s'est intéressée à la compréhension du positionnement de la banque chef de file et du syndicat bancaire dans une introduction en Bourse. Nous avons en particulier apprécié le rôle de la réputation du banquier introducteur dans l'atténuation des déviations liées aux marchés boursiers. Sur la base d'une étude qualitative réalisée auprès d'un échantillon de 13 interviewés et d'une approche empirique effectuée sur un échantillon de 1 605 entreprises cotées sur les principaux marchés européens, nous relevons des conclusions fort intéressantes.

Le raisonnement adopté pour argumenter cette thèse nous a amené, dans le premier chapitre, à présenter les apports théoriques et notre cadre de recherche. Cette première étape nous a permis d'étudier les raisons d'une introduction en Bourse, les différentes asymétries d'information subies par les intervenants ainsi que les diverses anomalies ou imperfections des marchés boursiers. Nous avons également centré notre recherche sur la compréhension de la place de la banque chef de file dans ce type d'opération ainsi que sur l'importance de la syndication bancaire.

Dans la première section de ce chapitre, nous relevons que les raisons d'introduction en Bourse sont multiples, les principales étant l'accès à de nouvelles sources de financement ainsi que la mobilité du capital. Ce type d'opération demeure toutefois pénalisant pour les entreprises en raison de ses multiples coûts, principalement les coûts liés au déroulement de l'opération ainsi que les coûts supportés après la cotation des titres.

Nous montrons que les différents conflits d'intérêts entre les intervenants, à savoir l'émetteur, la banque chef de file et les investisseurs, sont à l'origine de phénomènes d'inefficience, principalement les périodes d'introduction en Bourse par vagues, la sous-évaluation initiale des titres ainsi que la sous-performance à long terme des titres. Ainsi, les différents modèles fondateurs ayant cherché à comprendre l'origine de ces asymétries d'information, en l'occurrence Baron (1982), Rock (1986) et Allen et Faulhaber (1989), démontrent la nécessité pour l'entreprise émettrice d'accorder une compensation ou prime d'émission à la banque chef de file et aux investisseurs non informés. En effet, la non-possession d'informations privées de qualité sur le marché financier oblige l'émetteur à recourir aux services des banques d'affaires afin que ces dernières utilisent leurs

connaissances privilégiées pour réaliser la distribution optimale des titres. La présence d'investisseurs informés et non informés impose donc à l'entreprise émettrice d'accorder une décote à ces derniers afin de contrebalancer les asymétries d'information subies. Enfin, cette décote est considérée par l'émetteur comme un signal crédible envoyé aux investisseurs sur sa qualité et son niveau de risque, permettant de réduire cette asymétrie d'information.

Nous montrons également que les hypothèses d'explication du phénomène de sous-évaluation sont multiples, allant des plus simples aux plus avancées, à savoir l'hypothèse de maximisation de la richesse des actionnaires, l'hypothèse de réputation de l'intermédiaire-introducteur ou l'hypothèse de signal sur le marché. Nous notons aussi que ce phénomène de sous-évaluation est international et vérifié empiriquement sur les marchés internationaux. Ainsi, la décote initiale moyenne observée sur le marché européen s'établit à 20,1 % alors que sur les marchés d'Amérique du Nord, la sous-évaluation est de 15,6 %.

La deuxième section du chapitre 1 s'est intéressée à la compréhension du positionnement de la banque chef de file et du syndicat bancaire dans une introduction en Bourse. Nous relevons que le rôle du chef de file est majeur et d'autant plus important que la compréhension de l'entreprise sur le fonctionnement des marchés financiers sera faible. Il apparaît que le rôle de certification du chef de file est primordial et constitue un garde-fou pour les investisseurs. Toutefois, l'obtention par une banque chef de file d'un mandat d'introduction en Bourse implique l'engagement de sa responsabilité envers les tiers. En effet, nous montrons que les responsabilités des banques introductrices sont multiples et non uniformes sur les marchés internationaux, allant de l'application stricte des règles édictées par l'autorité locale jusqu'au choix du marché de cotation, de la procédure d'introduction en Bourse mais aussi jusqu'à la fixation du prix d'offre.

Nous observons également que les critères de sélection de la banque chef de file par l'émetteur sont multiples. Si le critère relationnel est fréquemment utilisé par les entreprises de petite taille, les critères de compétence et de réputation sont généralement requis par les entreprises de taille moyenne et grande. Nous remarquons que ces critères ne sont pas cumulativement exigés par l'émetteur mais augmentent la probabilité pour la banque d'être désignée chef de file par ce dernier.

Pour sa part, la syndication bancaire apparaît comme un élément déterminant dans la réussite de l'introduction en Bourse. La diversification du risque ainsi que la couverture

plus large en sont les principales raisons. Si la structure des syndicats bancaires s'avère différente selon les marchés internationaux, les récentes études empiriques montrent la relation linéaire entre la taille du syndicat et, respectivement, la taille des capitaux levés et la base des investisseurs.

Nous notons également que l'émetteur est très regardant sur la réputation de la banque chef de file. Pour preuve, les différentes études empiriques montrent que la réputation du chef de file a un coût mais permet de réduire les problèmes de sélection adverse et de hasard moral, diminue l'incertitude sur la valeur réelle de la firme ainsi que la sous-évaluation initiale. Concernant la sous-performance à long terme, l'effet de la réputation du chef de file est plus nuancé au regard des résultats empiriques.

Notre deuxième chapitre s'est attelé à l'étude de cas d'introductions en Bourse réalisées sur les marchés américain et français afin de confronter les problématiques relevées dans la littérature à la réalité économique et financière.

Dans la première section, nous présentons brièvement les études de cas des opérations de Microsoft et Google, et analysons de manière exhaustive l'étude de cas d'Electricité de France. Nous nous intéressons à l'introduction en Bourse française afin de vérifier les différentes théories et résultats empiriques relevés sur les marchés boursiers américains. Nous avons retenu Electricité de France en raison de la taille de l'opération mais également en raison de la dimension internationale de l'émission. En effet, l'introduction en Bourse d'EDF constitue la plus grosse opération réalisée sur l'Eurolist depuis les huit dernières années. Cette étude de cas nous a permis de remarquer que les émetteurs de taille importante et de grande notoriété ont un fort pouvoir de négociation avec les intermédiaires financiers. Dans ce cas précis, nous notons la sélection de la banque chef de file et du syndicat bancaire par appel d'offres, et la fixation du prix d'offre et des commissions bancaires durant le processus d'appel d'offres. Nous validons également plusieurs hypothèses, parmi lesquelles l'hypothèse de maximisation de la richesse des actionnaires, l'hypothèse de *hot IPO market* ainsi que l'effet positif de la stabilisation des titres par le chef de file sur la limitation de la baisse des titres aux premiers jours de cotation. Nous validons encore dans les études de cas de Microsoft et Google l'hypothèse de sous-évaluation initiale des titres, décote considérée par les émetteurs comme une prime de risque offerte aux investisseurs afin d'assurer le succès de l'opération.

Dans la deuxième section du chapitre 2, nous réalisons une série d'entretiens avec des entreprises émettrices mais également des banques chefs de file. Ces interviews amènent des conclusions intéressantes. En effet, nous relevons la forte compétition des banques locales et internationales dans la course aux mandats d'introduction en Bourse. Il apparaît que les banques d'affaires se positionnent en amont et n'attendent pas d'être sollicitées par les émetteurs. Elles essaient d'attirer l'émetteur vers les marchés financiers par des démarches actives, l'objectif étant de séduire le management de l'entreprise.

Nous notons que les interviewés qualifient les marchés anglo-saxons de marchés dynamiques par rapport aux marchés européens. Toutefois, une distinction entre les marchés américain et britannique est clairement affichée : le marché américain est considéré comme faiblement concurrentiel et concentré entre les mains de quelques banques, alors que le marché britannique est qualifié de marché hautement compétitif, disposant d'une forte volumétrie et d'une base d'investisseurs plus large. Nous relevons également l'importance de la syndication bancaire, et particulièrement le rôle des membres du syndicat, défini à travers la banque chef de file en charge de l'ensemble des chantiers de l'introduction en Bourse. Nous constatons que le rôle du chef de file sera d'autant plus important que les connaissances de l'émetteur sur les marchés financiers seront faibles.

Nous remarquons aussi l'importance de la sélection du chef de file et des membres du syndicat bancaire par l'émetteur. Nos entretiens montrent que les critères sont multiples mais non cumulatifs. Les critères de relations, de compétence et de réputation sont communément admis par nos interviewés, avec une prédominance du relationnel pour les opérations de petite taille. Dans le cas des introductions en Bourse de taille importante, nous constatons que les critères de compétence et de réputation s'imposent naturellement en raison de la procédure de sélection des banques. En effet, l'appel d'offres, la phase de pré-marketing ainsi que le *pitch* oral font que l'émetteur est très regardant sur l'expertise des banques et sur leur réputation acquise dans la réalisation d'opérations similaires dans le même secteur d'activité. Nous notons également l'attribution du chef de filat à plusieurs banques par l'émetteur, éliminant l'hypothèse d'exclusivité relevée dans la littérature financière. La sélection de l'émetteur par le chef de file apparaît aussi dans nos entretiens. Nous constatons alors que les banques d'affaires sont très regardantes sur la taille de l'émission, la qualité de l'entreprise ainsi que le profil risque/rentabilité.

Concernant la notion de réputation du chef de file, la définition de ce critère semble différente selon nos interlocuteurs. Si pour les banques chefs de file interviewées, le critère de réputation des banques se définit à travers leur classement dans les *league tables*

internationales, les émetteurs considèrent que la réputation de l'intermédiaire financier croît avec sa capacité de placement, sa base d'investisseurs mais également avec sa notoriété acquise lors d'opérations d'émission précédentes.

Sur le volet des principaux points de négociation entre l'émetteur et le chef de file, nos interlocuteurs relèvent la fixation du prix d'offre ainsi que les commissions bancaires. Les objectifs divergents des principaux intervenants créent des conflits d'intérêts potentiels. Ainsi, le prix d'offre fait l'objet de vives discussions. Si l'actionnaire cédant cherche à maximiser le prix d'offre, le banquier introducteur tente de le minimiser afin d'assurer le succès de l'opération mais également afin d'intéresser les investisseurs par la décote offerte. Pour leur part, les commissions bancaires constituent un autre point de discussion entre le chef de file et l'émetteur. Un consensus est établi sur l'existence d'un barème de 20 % / 20 % / 60 % tel que relevé dans la littérature financière. Par ailleurs, la relation positive entre la réputation du chef de file et le montant des commissions bancaires est vérifiée à travers nos entretiens.

Enfin, nos interlocuteurs s'accordent à dire que la sous-évaluation initiale est indispensable, constituant une forme de compensation des investisseurs non informés pour les asymétries subies, et dans une moindre mesure un signal au marché sur la qualité de l'émetteur. Ce résultat va dans le sens des différents travaux de Baron (1982) et Allen et Faulhaber (1989) qui ont modélisé cette hypothèse. En outre, nos interviewés confirment l'importance de l'activité de stabilisation des titres, réalisée par les banques garantes. En effet, l'option de surallocation des titres constitue une des actions de stabilisation destinée à protéger l'émetteur des excès de hausse et de baisse des titres lors des premiers jours de cotation.

Enfin, notre troisième chapitre a concerné une étude empirique réalisée sur le marché européen pour la période 1995-2005. L'objectif était de comprendre la formation d'un syndicat bancaire lors d'une opération d'introduction en Bourse au regard du risque de placement des titres et de la réputation du chef de file. Nous avons réalisé notre étude statistique sur trois pays européens, en l'occurrence l'Allemagne, la Grande-Bretagne et la France, qui concentrent plus de 80 % des opérations réalisées sur la période. Le premier résultat fondamental de cette étude est la diversité des formes de syndication dans ces trois pays. Il apparaît que les introductions en Bourse en Allemagne sont caractérisées par des syndicats composés de plusieurs banques alors qu'en Grande-Bretagne, ces opérations sont majoritairement réalisées par une seule banque. En France, nous relevons une situation

intermédiaire, à savoir un syndicat composé en moyenne d'un peu plus de deux intervenants.

Notre deuxième résultat montre la relation significative entre la taille du syndicat bancaire et le risque de placement des titres sur les marchés boursiers allemand et français. Parmi les variables de risque, nous avons utilisé des variables *ex post* telles que l'écart type des rentabilités boursières des cours boursiers, le volume des titres échangés durant les dix premiers jours de cotation par rapport au montant placé ainsi que la sous-évaluation d'opérations concurrentes dont les émetteurs appartiennent au même secteur et au même pays.

Les résultats de notre étude qualitative et de notre étude empirique contribuent à enrichir la littérature financière se rapportant au sujet des introductions en Bourse.

Le travail réalisé dans le premier chapitre a consisté à présenter les modèles fondateurs ayant apporté des explications aux asymétries d'information et à avoir une vision générale du phénomène de sous-évaluation initiale des titres. La compréhension également de la structure de la syndication bancaire au niveau européen ainsi que la focalisation sur les recherches se rapportant à la réputation de la banque chef de file et sa relation avec les différents mécanismes d'imperfection des marchés boursiers viennent enrichir la littérature financière et diffèrent des approches existantes. En effet, l'étude de la compréhension des interactions et rapports de force entre la banque chef de file et l'émetteur, sur le plan international, est rarement directement abordée dans la littérature.

Le deuxième chapitre a présenté une étude de cas ainsi qu'une démarche qualitative visant à donner plus de réalisme aux différentes théories et recherches existantes. Cette méthodologie utilisée se distingue de celle généralement employée dans les travaux de recherche se rapportant au domaine des introductions en Bourse. La nature de notre échantillon ainsi que la démarche de recherche utilisée apportent une certaine particularité au travail réalisé.

Le troisième chapitre a concerné une étude empirique réalisée sur un échantillon européen avec pour objectif de relever les relations existantes entre la taille du syndicat bancaire, le risque de placement et la réputation du chef de file. Ce travail se distingue des travaux antérieurs pour plusieurs raisons, les principales étant la population de l'étude statistique ainsi que la nature de notre variable dépendante. En effet, très peu d'études statistiques sur la compréhension de la formation du syndicat bancaire ont été réalisées sur le marché européen. La recherche empirique sur la relation entre le nombre de banques

composant un syndicat bancaire et la réputation du chef de file n'est également pas très développée et concerne principalement le marché boursier américain.

Malgré les apports mentionnés, notre recherche présente des limites tant au niveau méthodologique qu'au niveau empirique, ouvrant ainsi de nouvelles perspectives de recherche.

Premièrement, l'étude de cas choisie se rapporte à l'introduction en Bourse d'un opérateur français public, de taille importante, faisant intervenir des banques conseils choisies par l'Etat ainsi que des banques d'affaires choisies par l'émetteur. Ceci réduit la pertinence de nos hypothèses étant donné le rôle important de ces banques conseils dans la fixation du prix d'offre, le pouvoir de négociation de l'actionnaire principal, en l'occurrence l'Etat, et le processus d'appel d'offres et de sélection du syndicat bancaire. Le choix d'une entreprise française de taille moins importante et à l'actionnariat privé pourrait fournir des résultats légèrement différents de ceux relevés dans notre étude.

Deuxièmement, notre étude qualitative est pénalisée par la taille de notre échantillon de personnes interviewées et la prédominance d'émetteurs de taille importante et à actionnariat public. Une étude avec un échantillon plus large et des entreprises de taille différente pourrait apporter des enseignements complétant ceux relevés dans notre travail. Notre approche qualitative s'est également inscrite dans une démarche d'analyse de contenu où nous avons étudié les idées émises lors de nos interviews. Nous aurions pu traiter les données qualitatives d'un point de vue statistique à l'aide de logiciels de traitement de texte qui procèdent au comptage des mots et à leur traitement d'un point de vue quantitatif.

Troisièmement, notre étude empirique se base sur un échantillon d'introductions en Bourse réalisées dans trois pays européens. Si nous avons effectué des régressions par pays, notre travail pourrait toutefois rencontrer des limites en raison des spécificités et réglementations en vigueur susceptibles d'atténuer la pertinence des résultats de nos tests. En effet, si la taille de nos sous échantillons nous a permis de mener de façon satisfaisante nos études empiriques, il faut rester cependant prudent sur la généralisation et la solidité de nos résultats. En outre, si le choix méthodologique peut faire l'objet de discussions, les principales limites de cette recherche sont pour l'essentiel liées au caractère simplificateur de nos hypothèses. Ainsi, la mesure de notre variable dépendante, à savoir le nombre de banques composant le syndicat, ainsi que les variables de contrôle utilisées pourraient faire l'objet de critiques. De même, nous ne réalisons pas de tests empiriques en distinguant la

taille des introductions en Bourse. En effet, la structure des émissions européennes fait que la taille de l'opération peut influencer de manière significative sur la taille du syndicat bancaire. Par conséquent, la séparation de nos sous-échantillons en deux, à savoir les émissions de grande taille et les émissions de petite taille, pourrait enrichir nos tests.

Par ailleurs, la nature des compartiments de cotation existants pourrait suggérer une segmentation des marchés pour les petites et grandes introductions en Bourse. Ainsi, les introductions en Bourse réalisées sur Alternext diffèrent structurellement de celles réalisées sur l'Eurolist. Nous pouvons nous attendre à ce que les émissions sur Alternext soient réalisées par une seule banque chef de file et un syndicat de taille réduite alors que sur le compartiment A d'Eurolist, les émissions peuvent être réalisées par plusieurs chefs de file et des syndicats bancaires plus larges. Cette segmentation des marchés pourrait engendrer une segmentation des banques, à savoir les banques les plus réputées qui chercheraient à diriger les plus grosses opérations et les banques les moins réputées qui dirigeraient les opérations de petite taille.

A l'issue de ce travail, plusieurs développements ultérieurs peuvent être envisagés. Nous pouvons essayer de vérifier si les émetteurs changent de syndicat bancaire et de chef de filat entre l'introduction en Bourse et l'augmentation de capital. Nous pouvons également vérifier si les marchés boursiers sont segmentés uniquement selon la taille des émissions ou aussi à l'intérieur des frontières nationales, eu égard à l'existence de banques d'affaires paneuropéennes qui jouent un rôle important dans les marchés d'introduction en Bourse nationaux.

Bibliographie

- AGGARWAL R., RIVOLI P. (1990), « Fads in the initial public offering market ? », *Financial Management*, vol. 19, p. 45-57.
- AGGARWAL R. (2000), « Stabilization activities by underwriters after initial public offerings », *Journal of Finance* 55, p. 1075-1103.
- AHN *et al.* (2007), « The pricing of underwriting services in the Korean IPO market: Characteristics and determinants », *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 36-5, p. 731-764.
- ALLEN F., FAULHABER G. R. (1989), « Signaling by Underpricing in the IPO Market », *Journal of Financial Economics* 23, p. 303-323.
- ALMISHER *et al.* (2002), « The relationship between systematic risk and underpricing of the IPO market », *Research in Finance*, vol. 19, p. 87-107.
- ALVAREZ, S., & GONZÁLEZ, V. M. (2005), « Signalling and the long-run performance of Spanish initial public offerings (IPOs) », *Journal of Business, Finance, and Accounting*, 32(1 & 2), 323–348.
- ANG J. S., BRAU J. C. (2003), « Concealing and confounding adverse signals: insider wealth-maximizing behavior in the IPO process », *Journal of Financial Economics* 67, p. 149-172.
- AROSIO *et al.* (2000), « Why do (or did ?) internet-stock IPOs leave so much money on the table », *Australian Finance and Banking Conference*, Sydney.
- AUSSENEGG W. (1997), « Short and Long-run performance of Initial Public Offerings in the Austrian Stock Market », *Vienna University of Technology*, Working paper.
- AUSSENEGG W. (2000), « Privatization versus Private Sector Initial Public Offerings in Poland », *Multinational Finance Journal* 4 (1-2), p. 69-99.
- BACHAR (1989), « Auditing quality, Signaling and underwriting contracts », *Contemporary Accounting Research* 6-1, p. 216-241.
- BAE S. C. *et al.* (1999), « Determinants of Underwriter Participation in Initial Public Offerings of Common Stock: An Empirical Study », *Journal of Business Finance & Accounting* 26, n° 5 & 6, p. 595-619.
- BALVERS R. J. *et al.* (1988), « Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation », *Accounting Review* 63-4, p. 605-622.
- BARON D. P., HOLMSTRÖM B. (1980), « The Investment Banking Contract for New Issues under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem », *Journal of Finance* 35, p. 1115-1137.

- BARON D. P. (1982), « A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues », *Journal of Finance* 37, p. 955-976.
- BEATTY R., WELCH I. (1996), « Legal liability and issuer expenses in initial public offerings », *Journal of Law and Economics*, vol. 39, p. 545-603.
- BEATTY R. P., RITTER J. R. (1986), « Investment banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings », *Journal of Financial Economics* 15, p. 213-232.
- BENVENISTE L., SPINDT P. (1989), « How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, p. 343-361.
- BENVENISTE L., BUSABA W., WILHELM W. (2002), « Information externalities and the role of underwriters in primary equity markets », *Journal of Financial Intermediation* 11, p. 61-86.
- BENVENISTE L. M., WILHELM W. J. (1990), « A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments », *Journal of Financial Economics* 28, p. 173-207.
- BENVENISTE L. M. *et al.* (2003), « Evidence of information spillovers in the production of investment banking services », *Journal of Finance* 58-2, p. 577-608.
- BENVENISTE L. M. *et al.* (1996), « Price stabilization as a bonding mechanism in new equity issues », *Journal of Financial Economics* 42, p. 223-256.
- BOOTH *et al.* (2010), « Why is IPO Underpricing a Global Phenomenon ? », 23rd *Australasian Finance and Banking*, Conference 2010 Paper.
- BOOTH J. R., SMITH R. L. (1986), « Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis », *Journal of Financial Economics* 15, p. 261-281.
- BOOTH J. R., CHUA L. (1996), « Ownership dispersion, costly information and IPO underpricing », *Journal of Financial Economics* 41, p. 291-310.
- BRADLEY D. J., JORDAN B. D., RITTER J. R. (2003), « The Quiet Period Goes Out with a Bang », *Journal of Finance* 58, p. 1-36.
- BRAU J., FRANCIS B., KOHERS N. (2003), « The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence », *Journal of Business* 76, p. 583-612.
- BRAU J. C., FAWCETT S. E. (2006), « Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice », *Journal of Finance* 61, p. 399-436.
- BRAU J. C., FRANCIS B., KOHERS N. (2003), « The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence », *Journal of Business*, vol. 76, n° 4.

- BRAV A., GOMPERS P. A. (1997), « Myth or Reality ? The long-run Underperformance of initial public offerings: evidence from venture and nonventure capital backed Companies », *Journal of Finance* 52, p. 1791-1821.
- BRENNAN M., FRANKS J. (1997), « Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK », *Journal of Financial Economics* 45, p. 391-414.
- BROYE G. (1998), « Choix d'un cabinet d'audit différencié, sélection des banques introductrices et sous-évaluation des titres introduits en Bourse », *Conférence internationale de l'AFFI*.
- CAMPBELL (1979), « Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality », *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 14.
- CARTER R. B. *et al.* (1998), « Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long Run Performance of IPO Stocks », *Journal of Finance* 53, p. 285-331.
- CARTER R. B., DARK F. H. (1992), « An Empirical Examination of Investment Banking Reputation Measures », *Financial Review* 27, p. 355-374.
- CARTER R. B., MANASTER S. (1990), « Initial Public Offerings and Underwriter Reputation », *Journal of Finance* 45, p. 1045-1067.
- CARTER R. B., DARK F., SAPP T. (2010), « Characterizing the Risk of IPO Initial Returns: The Impact of Momentum, Liquidity, and Skewness », *Financial Management* 40 : 4, p. 1067-1086.
- CARTER R. B., DARK F., SAPP T. (2010), « Underwriter reputation and IPO issuer alignment 1981-2005 », *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 50, n° 4, p. 443-455.
- CASARES FIELD, KARPOFF (2002), « Takeover Defenses of IPO Firms », *Journal of Finance* 57, p. 1857-1889.
- CASSIA L. *et al.* (2004), « IPO Underpricing in Italy », *Applied Financial Economics* 14-3, p. 179-194.
- CHAHINE S. (2002), « Ex-ante Gross Spreads for Small and Medium Sized IPOs », *Audencia Nantes School of Management*, Working paper.
- CHAHINE S. (2004), « Underpricing Versus Gross Spreads: New Evidence on the Effects of Sold Shares at the Time of IPOs », *European Financial Management Association*, Meeting in Basel, Working paper.
- CHAMBERS D., DIMSON E. (2009), « IPO Underpricing over the Very Long Run », *Journal of Finance* 64-3, p. 1407-1443.
- CHAN K., JOHN WEI K. C., JUNBO WANG (2004), « Underpricing and Long-term Performance of IPOs in China », *Journal of Corporate Finance* 10, p. 409-430.

- CHEMMANUR T. J. (1993), « The pricing of initial public offers: A dynamic model with information production », *Journal of Finance* 48, p. 285-304.
- CHEMMANUR T. J., FULGHIERI P. (1994), « Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation », *Journal of Finance* 49, p. 57-79.
- CHEMMANUR. T.. AND P. FULGHIERI. (1995), « Why Include Warrants in New Equity Issues? A Theory of Unit IPOs », *Paine-Webber Working Paper*, Graduate School of Business, Columbia University.
- CHEMMANUR T. J., FULGHIERI P. (1999), « A Theory of the going-public decision », *The Review of Financial Studies*, vol. 12, p. 249-279.
- CHEN H., RITTER J. R. (2000), « The Seven Percent Solution », *Journal of Finance* 55, p. 1105-1131.
- CHEN R., MOHAN N. J. (2002), « Underwriter spread, Underwriter Reputation and IPO Underpricing, a simultaneous Equation analysis », *Journal of Business Finance and Accounting* 29, p. 521-540.
- CHEUNG, KRINSKY (1994), « Information Asymmetry and the Underpricing of Initial Public Offerings: Further Empirical Evidence », *Journal of Business Finance and Accounting* 21-5, p. 739-747.
- CHISHTY M. R. K., HASAN I., SMITH S. D. (1996), « A note on underwriter competition and initial public offerings », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 23, p. 905-914.
- CHOWDHRY *et al.* (1996), « Stabilization, syndication, and pricing of IPOs », *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, p. 25-42.
- COOK, LEE. (2007), « Does the Gross Spread Split Compensate Lead Underwriters for Analyst Coverage », *FMA Conference*, Job Market Paper.
- COONEY J. W. *et al.* (2004), « Who is #1 ? A New Approach to Ranking U.S. IPO Underwriters », *EVI Conference*, Dartmouth College, Working paper.
- COONEY J.W. *et al.* (2001), « IPO initial returns and underwriter reputation: Has the inverse relationship flipped in the 1900s ? », *Iowa State University*, Unpublished paper.
- CORWIN S. A., SCHULTZ P. (2005), « The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition », *Journal of Finance* 60, p. 443-486.
- DAVIDSON W. N. *et al.* (2006), « IPO Placement Risk and the number of Co-managers », *The Financial Review* 41, p. 405-418.

- DEGEORGE F., DERRIEN F. (2001), « Les déterminants de la performance à long terme des introductions en Bourse: le cas français », *Revue Banque et Marchés*, nov.-déc. 2001.
- DEGEORGE *et al.* (2010), « Auctioned IPOs: The US evidence », *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 98(2), p. 177-194.
- DELOOF M. *et al.* (2002), « The Valuation of IPOs by Investment Banks and the Stock Market: Empirical Evidence », *University of Antwerp*, Working paper.
- DENNIS S. A., MULLINEAUX D. J. (2000), « Syndicated Loans », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, p. 404-426.
- DEREEPER S. (1999), *Émission d'actions par syndicat bancaire: l'influence du chef de file sur les coûts*, Thèse de doctorat, Université de Lille 2.
- DERRIEN F., WOMACK K. L. (2003), « Auctions vs. Book-Building and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets », *Review of Financial Studies* 16-1, p. 31-61.
- DETRAGIACHE E. *et al.* (2000), « Multiple versus Single Banking Relationships: Theory and Evidence », *Journal of Finance* 55, p. 1133-1161.
- DIAMODARAN A. (2002), *Corporate Finance: Theory and Practice*, John Wiley & Sons.
- DIMOVSKI W. *et al.* (2011), « Underwriter reputation and underpricing: evidence from the Australian IPO market », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 37 (4), p. 409-426.
- DOESWIJK R. Q. *et al.* (2005), « 25 years of Dutch IPOs – An Examination of Frequently Cited IPO Anomalies within Main Sectors and During Hot and Cold Issue Periods », *IRIS*, Fortis Working paper.
- DOLVIN S. D., PYLES M. K. (2006), « Venture capitalist quality and IPO certification », *Venture capital*, vol. 8-4, p. 353-371.
- DONG M., MICHEL J. S. (2009), « Does Investor Heterogeneity Lead to IPO Overvaluation ? », *Eastern Finance Association*, Working paper.
- DROBETZ W. *et al.* (2003), « Performance of Initial Public Offerings: The Evidence for Switzerland », *National Centre of Competence in Research*, Working paper n° 91.
- DUFOUR D., MOLAY E. (2008), « Valorisation et sous-évaluation à l'introduction en Bourse: l'exemple d'Alternext », *Congrès de l'Association francophone de comptabilité*.
- DUNBAR C. (2000), « Factors affecting investment bank initial public offering market share », *Journal of Financial Economics* 55-1, p. 3-41.

- DUQUE J., ALMEIDA M. (2000), « Ownership Structure and Initial Public Offerings in Small Economies – The Case of Portugal », *Technical University of Lisbon*, Working paper.
- EVAN THOMAS (2000), *The Long Term Performance of Initial Public Offerings*, University of British Columbia, ECON 499 Thesis.
- FABRIZIO S. (2000), « Asymmetric Information and Underpricing of IPOs: the Role of the Underwriter, the Prospectus and the Analysts: An Empirical Examination of the Italian Situation », *Economic Research Department, Italian Securities Exchange Commission*.
- FAMA, FRENCH (1992), « The cross-section of expected stock returns », *Journal of Finance* 47, p. 427-465.
- FAMA, FRENCH (1996), « Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies », *Journal of Finance* 51, p. 55-84.
- FAUGERON-CROUZET, GINGLINGER E. (2002), « Introductions en Bourse, signal et émissions d'actions nouvelles sur le Second Marché français », *Finance* 22-2, p. 51-74.
- FERNANDO, GATCHEV, SPINDT (2005), « Wanna Dance ? How firms and underwriters choose each other », *Journal of Finance* 60-5, p. 2437-2469.
- FIELDS *et al.* (2003), « A Comparison of Underwriting Costs of Initial Public Offerings by Investment and Commercial Banks », *Journal of Financial Research*, vol. 26.
- FOHLIN C. (2000), « IPO underpricing in two universes: Berlin, 1882-1892, and New York, 1998-2000 », *California Institute of Technology Social Science*, Working paper n° 1088.
- FRANZKE S. A., SCHLAG C. (2002), « Over-allotment options in IPOs on Germany's Neuer Markt – An empirical investigation », *CFS Working paper*.
- GOUNOPOULOS D. (2003), « The Initial and aftermarket performance of IPOs: evidence from Athens Stock Exchange », *Working paper*.
- GRINBLATT M., TITMAN S. (1998), *Financial markets and corporate strategy*, Chap. 19, McGraw-Hill.
- HABIB M., LJUNGQVIST A. (2001), « Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: Theory and evidence », *Review of Financial Studies* 14, p. 433-458.
- HADASS L. *et al.* (2005), « UK IPO Underpricing: Venture Capitalists, High-prestige Underwriters and the Bubble Period », *University of Essex*, Discussion Paper 06-02.
- HANLEY, KATHLEEN W. (1993), « The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon », *Journal of Financial Economics* 34-2, p. 231-250.

- HANSEN R. (2001), « Do investment banks compete in IPOs ? : the advent of the 7 % plus contract », *Journal of Financial Economics* 59-3, p. 313-346.
- HAUSMAN J. *et al.* (1984), « Econometric Models for Count Data with an Application to the Patents-R&D Relationship », *Econometrica, Econometric Society*, vol. 52 (4), p. 909-938.
- HAYES S. L. (1971), « Investment banking: Power structure in flux », *Harvard Business Review* 49.
- HELORU, PARK (2001), « Is there a signalling effect of Underwriter reputation », *Journal of Financial Research*, vol. 24-1, p. 27-43.
- HILBE, JOSEPH M. (2007), *Negative Binomial Regression*, Cambridge University Press.
- HU, WENDY Y., JAY R. RITTER (2007), « Multiple Bookrunners in IPOs' », *University of Florida*, Working paper.
- HUNGER A. (2003), « Market Segmentation and IPO-Underpricing: The German Experience », *Munich Business Research*, Working paper 02/2003.
- IBBOTSON, ROGER G., (1975), « Price performance of common stock new issues », *Journal of Financial Economics* 2, 232-272.
- IBBOTSON R. G., JAFFE J. J. (1975), « Hot issue markets », *Journal of Finance* 30, p. 1027-1042.
- IBBOTSON R. G., SINDELAR J., RITTER, J. (1994), « The market's problems with the pricing of initial public offerings », *Journal of Applied Corporate Finance* 7, p. 66-74.
- JACOBSEN J. *et al.* (2001), « Decomposing and testing long-run returns, with an application to initial public offerings in Denmark », *European Financial Management* 7, p. 393-415.
- JACQUILLAT B. (1994), *L'introduction en Bourse*, Presses Universitaires de France, Que sais-je ?, 2^e édition, 127 p.
- JAIN B., KINI O. (1994), « The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms », *Journal of Finance* 49, p. 1699-1726.
- JAMES C. (1992), « Relationship-Specific Assets and the Pricing of Underwriting Services », *Journal of Finance* 47, p. 1865-1885.
- JEGADEESH *et al.* (1993), « An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings », *Journal of Financial Economics* 34, p. 153-175.
- JELIC R., BRISTON R. (2003), « Privatisation Initial Public Offerings: the Polish Experience », *European Financial Management* 9-4, p. 457-484.

JEON Q J., KIM J B. (2011), « Reciprocity in Syndicate Participation and Issuer's Welfare: Evidence from Initial Public Offerings », *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 40-1, p. 138-198.

JOG, VIJAY, (1997), « The Climate for Initial Public Offerings Capital Market Issues », *Industry Canada*, University of Calgary Press.

JOHNSON J. M., MILLER R. E. (1988), « Investment Banker Prestige and the Underpricing of Initial Public Offerings », *Financial Management* 17, p. 19-29.

JONES J. D., LANG W. W., NIGRO P. J. (2005), « Agent Bank Behavior in Bank Loan Syndications », *Journal of Financial Research*, vol. XXVIII, n° 3, automne, p. 385-402.

KASERER, C., SCHIERECK, D., (2007), « Going Public and Being Public: A global comparison on the Impact of the Listing Decision on the Cost of Capital ».

KAZANTZIS C., LEVIS M. (1995), « Price Support and Initial Public Offerings: Evidence from the Athens Stock Exchange », *Research in international business and finance* 12, p. 185-200.

KELOHARJU M. (1993), « The winner's curse, legal liability, and the long-run performance of initial public offerings », *Journal of Financial Economics* 34, p. 251-277.

KENOURGIOS D., SAMITAS A. (2007), « Financial Development and Economic Growth in a Transition Economy: Evidence for Poland », *Journal of Financial Decision Making* 3, p. 35-48.

KHURSHED A. *et al.* (1999), « On the Long Run Performance of IPOs: The Effect of Pre-IPO Management Decisions », *University of Reading Economics & Management Decision*, Paper n° XII-401.

KNOPF J. D., TEALL J. L. (1999), « The IPO effect and measurement of risk », *Journal of Financial and Strategic Decisions* 12-2, p. 51-58.

KOOLI M., SURET J. M. (2001), « The underpricing of Canadian initial public offering », *CIRANO Working paper*.

KRIGMAN L. *et al.* (1999), « The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping », *Journal of Finance* 54-3, p 1015-1044.

KRIGMAN, SHAW, WOMACK (2001), « Why do firms switch Underwriters », *Journal of Financial Economics* 60, p. 245-284.

KUMAR P. C., TSETSEKOS G. P. (1993), « Asymmetric Information, Investment banking Contracts and the Certification Hypothesis », *Journal of Banking and Finance* 17-1, p. 117-129.

- KUNZ R.M., AGGARWAL R. (1994), « Why initial public offerings are underpriced: evidence from Switzerland », *Journal of Banking and Finance* 18, p. 705–723.
- LEE P., TAYLOR S., WALTER T. (1996), « Australian IPO underpricing in the short and long run », *Journal of Banking and Finance* 20, p. 1189-1210.
- LEE S. W., MULLINEAUX D. J. (2004), « Monitoring, Financial Distress, and the Structure of Commercial Lending Syndicates », *Financial Management*, automne, p. 107-130.
- LEE C., JEON J. Q., KIM B. J. (2011), « Reciprocity in Syndicate Participation and Issuer's Welfare: Evidence from Initial Public Offerings », *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 40, p. 138-198.
- LEITE T. (2006), « IPO Underpricing, Bookbuilding, and the Winner's Curse », *Journal of Financial Intermediation* 15, p. 235-253.
- LELAND H., PYLE D. (1977), « Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation », *Journal of Finance* 32, p. 371-387.
- LEVIS (1993), « The long run performance of initial public offerings: The UK experience 1980-1988 » *Financial Management* 22-1, p. 28-41.
- LJUNGQVIST A. (1995), « The timing, pricing and long-term performance of initial public offerings », Unpublished dissertation, Nuffield College, Oxford University.
- LJUNGQVIST A. (1997), « Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence from Germany », *European Economic Review*, vol. 41, p. 1309-1320.
- LJUNGQVIST A., WILHELM W. (2002), « IPO pricing in the dot-com bubble », *Journal of Finance* 58 : 2, p. 723-752.
- LJUNGQVIST A., XIAOYUN Y. (2003), « Stock market development, liquidity, and corporate governance », *Unpublished NYU*, Working paper.
- LOGUE D. *et al.* (2002), « What is special about the roles of underwriter reputation and market activities in initial public offerings ? », *Journal of Business* 75, p. 213-243.
- DE LORENZO M. AND FABRIZIO S. (2001), « Asymmetric information and the role of the underwriter, the prospectus and the analysts in underpricing of IPOs. The Italian case », Unpublished.
- LOUGHRAN, RITTER (1995), « The new issues puzzle », *Journal of Finance* 50, p.23-51.
- LOUGHRAN T., RITTER J. (2002), « Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs ? », *Review of Accounting Studies*, vol. 15, p. 413-443.
- LOUGHRAN, RITTER, RYDQVIST (1994), « Initial Public Offerings: International insights », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 2, p.165-199.

- LOUGHRAN T., RITTER J. R. (2004), « Why has IPO Underpricing changed over time », *Financial Management* 33, p. 5-37.
- LOWRY M., SCHWERT G. WILLIAM (2002), « IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning ? », *Journal of Finance* 57 (3), p. 1171-1200.
- MARIA ROSA BROGES (2007), « Underpricing of initial public offerings: the case of Portugal », *International Advances in Economic Research*.
- MCDONALD J. G., FISHER A. K. (1972), « New Issue Stock Price Behavior », *Journal of Finance* 27, p. 97-102.
- MEGGINSON W., WEISS K. (1991), « Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings », *Journal of Finance* 46, p. 879-904.
- MELLO A., PARSONS J. (2000), « Hedging and liquidity », *Review of Financial Studies* 13, p. 127-153.
- MERTON R.C. (1987), « A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information », *Journal of Finance* 42, p. 483-510.
- MICHAELY, SHAW (1994), « The Pricing of Initial Public offerings: Tests of adverse selection and signaling theories », *The Review of Financial Studies*, vol. 7-2, p. 279-319.
- MILLER M. E. (1977), « Risk, uncertainty and divergence of opinion », *Journal of Finance*, vol. 32, n° 4, p. 1151-1168.
- MILLER M. E. (2000), « Long-run Underperformance of initial public offerings: An explanation », *University of New Orleans, Dept of Economics and Finance*, Working paper.
- MINGSHENG LI. (2005), « A Better Understanding of Initial Public Offering Process: Evidence from Google », *The Financier* 13-14, p. 8-18.
- MUSCARELLA, VETSUYPENS (1987), « Initial Public Offerings and Information Asymmetry », *Center for the Study of Financial Institutions and Markets, Southern Methodist University*, Working paper 87-3.
- MYERS S. C., MAJLUF N. S. (1984), « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics* 13, p. 187-221.
- NANDA V., YUN Y. (1997), « Reputation and financial intermediation: an Empirical Investigation of the Impact of IPO Mispricing on Underwriter Market Value », *Journal of Financial Intermediation* 6, p. 39-63.
- NARAYANAN *et al.* (2004), « The role of syndicate structure in bank underwriting », *Journal of financial Economics* 72, p. 555-580.

- NEUBERGER B. M., LACHAPELLE C. A. (1983), « Unseasoned New Issue Price Performance on Three Tiers: 1975-1980 », *Financial Management* 12-3, p. 23-28.
- NOUNIS C. (2003), « Greek Initial Public Offerings, 1994-2002 », *University of Athens*, Working paper.
- OXERA (2006), *The cost of capital: an international comparison*, City of London, London Stock Exchange.
- PAGANO *et al.* (1998), « Why Do Companies Go Public ? An Empirical Analysis », *Journal of Finance* 53 (1), p. 27-64.
- PARKINSON M. (1980), « The Extreme Value Method for Estimating the Variance of the Rate of Return », *Journal of Business* 53, p. 61-65.
- PERISTIANI S. (2003), « Evaluating the Riskiness of Initial Public Offerings:1980-2000 », *Federal Reserve Bank of New York*, Staff Reports n° 167.
- PICHLER, PEGARET, WILHELM W. (2001), « A theory of the syndicate: Form follows function », *Journal of Finance* 56, p. 2237-2264.
- PRABHALA N. R., PURI M. (1999), « How does underwriter price support affect IPOs ?: Empirical evidence », *Yale University and Stanford University*, Research paper, n° 1546.
- RAJAN R. (1992), « Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's length Debt », *Journal of Finance*, vol. 47, p. 1367-1400.
- RAJAN R. G., SERVAES H. (1997), « Analyst Following of Initial Public Offerings », *Journal of Finance* 52, p. 507-529.
- RANSLEY R. D. (1984), « A Research Project into the Operation and Development of the Unlisted Securities Market 1980-1984 », *London Business School*, Unpublished.
- RITTER, JAY R. (1984), « The Hot Issues Market of 1980 », *Journal of Business* 57, p. 215-240.
- RITTER, JAY R. (1987), « The costs of going public », *Journal of Financial Economics*, vol. 19, n° 2, p. 269-281.
- RITTER, JAY R. (1991), « The long-run performance of initial public offerings », *Journal of Finance* 46-1, p. 3-27.
- RITTER, JAY R. (2003), « Differences between European and American IPO Markets », *European Financial Management* 9-4, p. 421-434.
- ROCK K. (1986), « Why new issues are underpriced », *Journal of Financial Economics* 15, p. 187-212.

- ROMON F. (1997), *Les relations actionnariat, dividende et cours boursiers : études de cas et études empiriques sur le marché français*, Thèse de doctorat, Université de Lille 2.
- ROOSENBOOM P. *et al.* (2005), « The Effect of Ownership and Control on Market Valuation: Evidence from Initial Public Offerings in the Netherlands », *International Review of Financial Analysis* 14-1, p. 43-59.
- ROSS, GEDDES (2002), *IPO and Equity Offerings*, Butterworth-Heinemann.
- RUUD J. S. (1993), « Underwriter price support and the IPO Underpricing puzzle », *Journal of Finance* 57, p. 1795-1828.
- RYDQVIST K. (1997), « IPO Underpricing as Tax-Efficient Compensation », *Journal of Banking and Finance* 21-3, p. 295-313.
- RYDQVIST *et al.* (2003), « Strategic Behavior and Underpricing in Uniform Price Auctions: Evidence from Finnish Treasury Auctions », *Working paper*, CEPR and London Business School.
- SCHATZMAN E. (1992), *L'outil Théorie*, Paris, Eshel, 111 p.
- SCHLAG C., WODRICH A. (2000), « Has there always been underpricing and long-run underperformance ? IPOs in Germany Before World War 1 », *Goethe University Center for Financial Studies*, Working paper n° 2000/12.
- SCHOLES M. S. (1972), « The market for securities: Substitution versus Price Pressure and the Effect of Information on Share Prices », *Journal of Business* 45, p. 179-211.
- SCHUSTER J. A. (2003), « IPOs: Insights from seven European countries », *London School of Economics Working paper*, Discussion paper 461.
- SCHUSTER J. A. (2003), *The Cross-Section of European IPO Return*, PhD dissertation in the Department of Accounting and Finance, London School of Economics.
- SENTIS P. (2001), *Performances opérationnelles et boursières des introductions en Bourse, le cas français 1991-1995*, *Revue Finance*, vol. 22, p. 87-118.
- SENTIS P. (2004), *Introduction en Bourse: une approche internationale*, Edition Economica, 200 p.
- SENTIS P. (2005), « Introduction en Bourse, quelles stratégies pour l'entreprise candidate ? », *Revue française de gestion* 2005/5, n° 158, p. 225-244.
- SERVAES H., RAJAN R. (1997), « Analyst following of initial public offerings », *Journal of Finance* 52, p. 507-529.
- SIMON H. A. (1993), « Altruism and Economics », *American Economic Review*, n° 83, p.156-161.

- SUFI A. (2007), « Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans », *Journal of Finance* 62-2, p. 629-668.
- SURET J., CORMIER E., LEMAY B. (1990), « Le RÉAQ et la sous-évaluation initiale du prix des titres », *Canadian Journal of Administrative Sciences* 7-3, p. 47-56.
- TEOH S., WELCH I., WONG T. (1998), « Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings », *Journal of Finance* 53, p. 1935-1974.
- TINIC S. (1988), « Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock », *Journal of Finance* 43-4, p. 789-822.
- TITMAN S., TRUEMAN B. (1986), « Information Quality and the Valuation of New Issues », *Journal of Accounting and Economics* 8, p. 159-172.
- TORSTILA S. (2001), « The Distribution of Fees within the IPO Syndicate », *Financial Management* 30, p. 35-43.
- UHLER H. (1989), « Going public in the F.R.G », in R. Guimaraes, B. Kingsman, S. Taylor, eds., *A reappraisal of the efficiency of financial markets*, p. 369-393.
- VAN FREDERIKSLUST R.A.I. *et al.* (2001), « Initial Returns and Long-Run Performance of Private Equity-Backed Initial Public Offerings on the Amsterdam Stock Exchange », *Rotterdam School of Management*, Working paper.
- VANDEMAELE S. (2003), « Choice of selling mechanism at the IPO: The case of the French Second market », *European Financial Management* 9, p. 435-455.
- WACHEUX F. (1996), *Méthodes qualitatives et Recherche en gestion*, Economica, Paris.
- WANG *et al.* (2004), « Does Underwriter Reputation Affect the Performance of IPO Issues ? », *Syracuse University*, Working paper.
- WELCH I. (1989), « Seasoned offerings, imitations costs and the underpricing of initial public offerings », *Journal of Finance* 44, p. 421-449.
- WELCH I. (1992), « Sequential sales, learning, and cascades », *Journal of Finance* 47, p. 695-732.
- YOSHA O. (1995), « Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source », *Journal of Financial Intermediation* 4, p. 3-20.
- YOSRA BEJAR (2006), *La valeur informationnelle du capital immatériel : application aux entreprises technologiques nouvellement introduites en Bourse (1997-2004)*, Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, Edogest.
- ZINGALES L. (1995), « Insider Ownership and the Decision to Go Public », *Review of Economic Studies* 62, p. 425-448.

Annexes

Annexe 1.1 : Caractéristiques du marché boursier français et procédures d'introduction en Bourse

Annexe 1.2 : Caractéristiques du marché boursier allemand et procédures d'introduction en Bourse

Annexe 1.3 : Caractéristiques du marché boursier britannique et procédures d'introduction en Bourse

Annexe 1.4 : Notice d'information de l'opération d'introduction en Bourse de Pages Jaunes

Annexe 1.5 : Classement des banques par la mesure Carter et Manaster (1990)

Annexe 1.6 : Notice d'information de l'opération d'introduction en Bourse d'EDF

Annexe 1.7 : Fiches d'identité des entreprises émettrices interviewées

Annexe 1.8 : Grille de lecture des entretiens avec nos interviewés

Annexe 1.1 : Caractéristiques du marché boursier français et procédures d'introduction en Bourse

Le marché boursier français a connu de grands bouleversements depuis 1986. Il s'agit d'une place européenne pionnière dont les procédures d'introduction en Bourse et l'ingénierie financière ont permis de donner naissance à des titres de plus en plus évolués. Avant les années 60, il existait en France sept Bourses régionales, les entreprises pouvant se faire coter de manière simultanée sur ces différentes Bourses. A partir de 1962, un marché unique a été créé : chaque Bourse était organisée autour d'une association locale d'agents de change. C'est en 1967 qu'une association unique a vu le jour.

La décennie des années 80 s'est accompagnée en France d'une modernisation des structures institutionnelles et d'une transformation des techniques de marché avec l'informatisation des échanges. La loi de 1988 formalise une mutation radicale du statut des acteurs du marché, prononce la dissolution de la Compagnie nationale des agents de change, et crée la Société des Bourses françaises (Paris Bourse SA, nouvellement appelée Euronext). En janvier 1991, le système de transaction informatisé à Paris est étendu aux échanges régionaux, ces changements aboutissant à la fermeture des places régionales et à la création d'un marché national.

L'autorité de régulation en charge de la supervision et du contrôle du marché boursier est l'Autorité des marchés financiers (AMF), anciennement appelée Commission des opérations de Bourse (COB). Cette dernière a été créée en 1967 sur la base du modèle de régulation américain (SEC). La mise en place de l'AMF en 2003 est venue clarifier l'architecture du contrôle français des marchés financiers, principalement pour les investisseurs étrangers, du fait de l'existence de trois autorités, à savoir le Conseil des marchés financiers (CMF), la Commission des opérations de Bourse (COB) et le Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF). Le rôle principal de la COB résidait dans la protection des investisseurs et le maintien de la transparence sur les marchés financiers. Ainsi, l'AMF, cette autorité unique, est présentée comme le fruit de la fusion des trois autorités précédentes. Comme toute autorité de contrôle des marchés boursiers, elle veille à la protection des épargnants dans le cadre des opérations de marché, à la régularité et à la véracité de l'information transmise aux acteurs des marchés financiers et au bon fonctionnement de ces derniers.

La Bourse de Paris abritait jusqu'en 2005 plusieurs marchés différents par la taille et le poids des entreprises cotées, les conditions requises pour l'admission, le mode de règlement pratiqué et le volume des transactions échangées. Depuis le 21 février 2005, Eurolist devient le marché réglementé de la Bourse de Paris, résultant de la fusion des anciens Premier, Second et Nouveau Marchés. Sachant que la période d'observation des données de notre échantillon s'étale de 1995 à 2005, nous tenons à rappeler les principaux marchés d'introduction en Bourse français.

Segmentation du marché boursier avant 2005

- **Le Premier Marché** (ex-Cote Officielle) : Les entreprises cotées sur le Premier Marché étaient les plus importantes en termes de taille et de diffusion de leurs titres dans le public. Elles étaient soumises à des règles de diffusion d'informations strictement surveillées. Le Premier Marché comprenait deux compartiments, à savoir le marché au comptant qui avait pour caractéristique principale le règlement immédiat des transactions et le marché Service de règlement différé (SRD) qui permettait à un opérateur de réaliser des transactions à terme.

Le Premier Marché possédait des caractéristiques de stabilité et de publicité liées au statut de cotation sur ce marché, mais les conditions d'admission étaient strictes et ne permettaient pas à toutes les sociétés d'y accéder.

- **Le Second Marché** (SM) : Il a été créé en février 1983 pour permettre aux PME performantes de faire appel au marché financier pour obtenir de nouveaux financements. Ce marché s'adressait aux entreprises françaises et étrangères de taille moyenne, offrant des perspectives de croissance intéressantes, n'étant pas en mesure de remplir les conditions d'accès au Premier Marché, ou ne souhaitant pas y demander leur inscription. Le Second Marché a souvent été désigné comme l'antichambre du Premier Marché. Il convenait parfaitement à des sociétés qui souhaitaient obtenir la notoriété des sociétés cotées.

- **Le Nouveau Marché** (NM) : Il a été créé en février 1996. Ce marché comprenait des sociétés jeunes, aux résultats souvent déficitaires, qui disposaient de potentiels de rentabilité élevés mais dont le degré de risque était plus élevé que le Second Marché. Il s'agissait d'un marché dédié à part entière aux valeurs de

croissance, inspiré du Nasdaq américain, pour répondre aux exigences des investisseurs. Le Nouveau Marché était un marché aux critères d'admission très souples.

- **Le Marché Libre** : Ce marché n'avait pas de véritable réglementation boursière. L'émetteur n'était pas tenu à une communication financière de quelque nature que ce soit. En cela, le Marché Libre était un marché risqué mais où des opportunités d'investissement existaient. La disparition du marché Hors Cote en juillet 1998 a laissé aux entreprises qui y étaient cotées plusieurs possibilités dont celle d'être transférées sur le Marché Libre. Contrairement aux autres marchés, les sociétés présentes sur le Marché Libre n'avaient aucune obligation d'information légale spécifique.

Réglementation du marché boursier avant 2005

- **Le Premier Marché** (ex-Cote Officielle) : Marché des grandes entreprises françaises ou étrangères, disposant d'une capitalisation boursière d'environ un milliard d'euros. Considéré comme le marché de référence en France, les conditions d'admission y étaient strictes, à savoir : la diffusion de 25 % au minimum du capital dans le public avec possibilité de dérogation en cas de diffusion d'au minimum 600 000 titres ; une capitalisation boursière supérieure ou égale à un milliard d'euros ; la publication de comptes consolidés sur trois ans assortis d'une certification par les commissaires aux comptes et d'un visa de l'autorité de régulation. L'émetteur était tenu de fournir une information financière périodique à ses actionnaires et avait également l'obligation d'information des investisseurs.

- **Le Second Marché** : Marché des entreprises matures avec un fort potentiel de croissance. Il s'agissait en fait d'entreprises disposant d'une forte ancienneté sur un marché en croissance. Aucune capitalisation boursière minimale n'était requise mais il était recommandé, afin de susciter l'intérêt des investisseurs, de disposer d'une capitalisation d'au moins 20 millions d'euros et de diffuser au minimum 5 millions d'euros dans le public. Pour qu'une entreprise ait la possibilité de s'introduire sur le Second Marché, elle devait diffuser plus de 10 % du capital dans le public, disposer de 30 millions d'euros de capitalisation boursière, présenter les comptes des deux dernières années certifiés par les commissaires aux comptes et revêtir la forme d'une société par actions.

- **Le Nouveau Marché** : Le Nouveau Marché avait vocation à accueillir des entreprises disposant d'un important potentiel de croissance mais qui avaient besoin de capitaux importants pour se développer. Les conditions d'admission à ce marché étaient très simplifiées : il n'existait pas de conditions portant sur le chiffre d'affaires et pas de condition de rentabilité ni de critère d'historique de comptes. Les émetteurs devaient, pour être admis, disposer de 1,5 million d'euros de fonds propres au minimum ; diffuser un minimum de 100 000 titres dans le public, et un minimum de 20 % du capital, pour un montant total minimal de 5 millions d'euros ; émettre au minimum 50 % des titres diffusés dans le public à travers une augmentation de capital.

- **Le Marché Libre** : Si l'entreprise ne répondait pas aux critères d'admission des marchés réglementés qu'étaient le Premier, le Second et le Nouveau Marché, il lui était toujours possible de réaliser une introduction en Bourse sur le Marché Libre. Créé en septembre 1996, ce marché s'intitulait Marché Libre OTC (Ouvert à Toutes Cessions) et était libre de toutes les contraintes qui prévalaient sur les marchés réglementés. La procédure d'introduction se résumait à une première cotation, réalisée sous la responsabilité de l'intermédiaire en charge de l'opération. La demande de cotation sur ce marché était accompagnée d'un prospectus simplifié déposé auprès de la Commission des opérations de Bourse et d'une cotation auprès de la SBF.

Réglementation du marché boursier après 2005

Pour augmenter la visibilité et la liquidité des PME au sein de ses marchés, Euronext a réformé sa cote au début de l'année 2005, en créant une liste unique, l'Eurolist d'Euronext, qui regroupait l'ensemble des marchés réglementés. Ainsi, à partir de février 2005, toutes les entreprises des Premier, Second et Nouveau Marchés ont été regroupées dans un seul marché et dans trois nouveaux compartiments. Le 4 avril 2005, cette liste unique a été enrichie des places d'Amsterdam, de Bruxelles et de Lisbonne. Après le rapprochement d'Euronext N.V. avec NYSE Group Inc. en 2007, le nom « Eurolist » a été, à compter du 1^{er} janvier 2008, changé pour « Euronext ». Les entreprises cotées sur Euronext sont classées par ordre alphabétique et sont identifiables grâce à un critère de capitalisation qui permet de distinguer :

- le compartiment A pour les capitalisations supérieures à 1 milliard d'euros ;
- le compartiment B pour les capitalisations comprises entre 150 millions et 1 milliard d'euros ;

- le compartiment C pour les capitalisations inférieures à 150 millions d'euros.

Une entreprise qui désire être cotée sur Euronext doit assurer la mise à disposition d'au moins 25 % de son capital social au marché, la présentation de comptes audités et certifiés sur les trois dernières années. L'entreprise doit aussi s'engager à communiquer l'information sur son activité et sa situation et la rendre publique dès lors que ces informations peuvent être susceptibles d'agir sur le cours de l'action. La publication de comptes annuels, de résultats tous les six mois et du chiffre d'affaires tous les trois mois est aussi une obligation édictée par l'AMF.

Étapes d'introduction en Bourse

Toute entreprise qui désire s'introduire en Bourse sur le marché français doit respecter la procédure de cotation qui débute généralement 12 à 24 semaines avant l'admission. La période au-delà des 24 semaines est considérée comme la période de préparation à l'introduction en Bourse :

- **48 à 72 semaines avant l'introduction en Bourse**
 - Réflexion sur la vocation et le métier de l'entreprise à travers un positionnement stratégique ;
 - Réflexion sur la structure de l'opération, à savoir une cession de titres, une augmentation de capital ou une combinaison des deux ;
 - Adaptation du système comptable aux exigences d'une société cotée en termes de reporting financier ;
 - Vérification des contrats en cours (brevets, licences) et des contrats de prêt afin de s'assurer de leur non-remise en cause par le changement d'actionnariat.
- **24 à 48 semaines avant l'introduction en Bourse**
 - Choix des partenaires financiers et de l'agence de communication afin de mettre en place le plan d'élaboration de l'introduction en Bourse ;
 - Aménagement des structures juridiques conformément à la réglementation boursière ;
 - Choix des schémas d'actionnariat des salariés en accord avec les intermédiaires financiers.
- **12 à 24 semaines avant l'introduction en Bourse**
 - Proposition au marché de perspectives intéressantes de croissance externe à court et moyen terme ;
 - Début de la rédaction du prospectus d'introduction ;
 - Regroupement de la totalité des documents destinés à la banque chef de file, afin de lui permettre de juger de façon exhaustive toutes les informations contenues dans le dossier d'introduction en Bourse.
- **0 à 12 semaines avant l'introduction en Bourse**
 - Certification et consolidation des comptes en fonction de la dernière clôture de l'exercice ;
 - Envoi des convocations aux actionnaires (AGE et/ou AGO) pour le changement des statuts et l'augmentation de capital ;
 - Choix de la structure définitive de l'offre en accord avec l'intermédiaire financier ;
 - Préparation des supports de communication et lancement de la campagne de communication aux entreprises et médias ;
 - Organisation avec la banque chef de file de meetings et réunions avec les analystes et les journalistes pour assurer une bonne couverture d'analyse.

Procédures d'introduction en Bourse

Cinq procédures d'introduction en Bourse sont proposées à toute société désireuse d'introduire ses titres sur le marché boursier français.

- **L'Offre à Prix Ferme (OPF)** : Anciennement appelée Offre Publique de Vente, cette procédure présente l'avantage de ne pas laisser inconnu, jusqu'au jour même de l'introduction, le prix auquel les actions seront mises en vente sur le marché boursier. Elle consiste à mettre à la disposition du marché une quantité de titres, en général au minimum 10 % du capital, à un prix fixe prédéterminé. Si la quantité de titres demandée est très supérieure à ce qui est proposé, les ordres feront l'objet d'une réduction proportionnelle. Ainsi, la quantité réellement obtenue par les investisseurs sera diminuée dans une proportion égale pour tous, afin de faire coïncider les quantités proposées et les quantités demandées. L'offre se poursuivra si elle permet de servir au moins 1 % de la demande totale. Si tel n'est pas le cas, il est habituellement procédé au report de l'opération et réalisé une seconde offre à prix ferme à un prix plus élevé d'au moins 5 %. Il peut être exigé des investisseurs un blocage des fonds au moment de la réservation des titres afin d'éviter les passages d'ordre fantaisistes dont le but est de contourner les effets de la réduction éventuelle.

Cette procédure d'OPF est exactement similaire à la procédure appelée *Offer for Sale* utilisée dans les pays anglo-saxons. Sachant que le petit porteur obtient le plus souvent une quantité de titres peu significative,

une OPF différenciée est instaurée dans le but de fixer une règle de priorité de répartition des ordres d'achat en fonction de la qualité des donneurs d'ordre et du nombre de titres demandé.

La méthode de l'offre à prix ferme permet de maintenir le cours d'introduction en Bourse. Les banques chefs de file doivent déterminer ce cours, et par conséquent connaître la valeur de l'entreprise. L'offre à prix ferme peut entraîner une trop grande dispersion des titres, pénaliser les petits ordres et provoquer un gonflement excessif de la demande.

- **L'Offre à Prix Minimal (OPM)** : Anciennement appelée Procédure de Mise en Vente, cette procédure se rapproche d'une vente aux enchères concurrentielle. En effet, dans ce type de vente, l'offrant ne connaît ni le prix, ni les chances qu'il a d'emporter les enchères du fait que l'ensemble des quantités offertes est vendu au prix du marché.

L'émetteur met à la disposition du public une quantité connue de titres à un prix minimal lui aussi connu. Seuls les ordres à cours limité sont acceptés. Euronext Paris se réserve le droit d'éliminer les ordres « au mieux déguisés » c'est-à-dire assortis d'une limite paraissant excéder anormalement le prix d'offre minimal. Euronext Paris, après centralisation des ordres d'achat, élabore la feuille de marché. Si le nombre de titres demandés est inférieur au nombre de titres offerts, le cours coté est le prix minimal de cession fixé par l'émetteur. Les ordres sont servis pour la quantité de titres demandée.

Si le nombre de titres demandés est supérieur au nombre de titres offerts, Euronext Paris, après consultation de l'émetteur et du membre du marché introducteur, détermine la fourchette des prix à l'intérieur de laquelle des ordres seront totalement ou partiellement servis. La fourchette retenue doit par priorité comprendre un nombre d'ordres représentant, sinon la fraction la plus importante du marché, du moins une fraction significative de ce marché. Sauf justification par l'état du marché, l'écart entre la borne basse et la borne haute de la fourchette doit au moins être de 5 % ; le pourcentage de réponse des ordres compris dans la fourchette retenue doit au moins être de 5 % ; le cours coté ne peut dépasser le prix d'offre de plus de 50 %. Si Euronext Paris constate que l'état des demandes présentées ne lui permet pas de coter l'instrument financier introduit dans les conditions prévues par l'avis d'introduction et la présente instruction, il remet l'introduction à une date ultérieure.

Il est reproché à cette procédure d'afficher un taux de réduction assez éloigné de la réalité. En effet, elle élimine une bonne partie des ordres élevés que le taux de réduction ne reflète pas toujours. Cette méthode permet une cotation dans des limites jugées raisonnables en cas de surchauffe, par l'élimination des ordres au mieux.

- **La Cotation Directe** : L'introduction d'un titre selon la cotation directe est réalisée dans les conditions normales de négociation des valeurs mobilières. La banque chef de file chargée de réaliser l'introduction des titres peut recourir à deux formules différentes : la mise à disposition sur le marché pour le compte des actionnaires vendeurs ou la mise à disposition sur le marché pour le compte des intermédiaires qui ont pris les titres de manière ferme préalablement à l'introduction en Bourse. Dans le premier cas, il s'agit d'une simple réalisation technique de l'ensemble des opérations nécessaires à la réalisation de l'introduction en Bourse ; dans le second cas, la prise ferme engage les intermédiaires financiers à prendre l'entière responsabilité du placement. Ils assument le portage des titres en cas de placement partiel.

Les ordres sont libellés « à tout prix » ou à un cours limité. Sauf indication contraire du donneur d'ordre, ils sont réputés à révocation. A de rares exceptions près, aucun ordre de vente émanant de donneurs d'ordre autres que les introducteurs n'est recevable le jour de l'introduction. Seuls les membres du marché, par l'intermédiaire d'une personne nommément désignée comme opérateur sur les introductions, sont autorisés à transmettre les ordres d'achat à Euronext Paris. Le jour fixé pour la première cotation, les membres du marché transmettent leurs ordres à Euronext Paris *via* le système SHIVA aux heures fixées dans l'avis d'introduction. Ils doivent également élaborer un état récapitulatif de tous leurs ordres avec pour chacun l'identité du donneur d'ordre, la ou les limites de prix et le nombre de titres demandés à chaque limite, y compris pour les comptes gérés. Cet état doit être visé par le responsable des introductions.

Euronext Paris, après centralisation des ordres d'achat, élabore la feuille de marché. Si le nombre de titres demandés est inférieur au nombre de titres offerts, alors le cours coté est le prix minimal proposé et les ordres sont tous satisfaits à 100 %. Si les ordres libellés « à tout prix » ou à des limites supérieures au cours coté sont servis à 100 %, les ordres limités au cours coté peuvent être servis partiellement et le cours coté est égal à la limite qui égalise la demande à la quantité offerte. Enfin, si le nombre de titres demandés est supérieur au nombre de titres offerts, Euronext Paris, l'intermédiaire-introducteur et l'émetteur arrêtent

conjointement le cours et le taux de service minimaux, généralement de 5 %. Si Euronext Paris constate que l'état des demandes présentées ne lui permet pas de coter l'instrument financier introduit dans les conditions prévues par l'avis d'introduction, il peut soit inscrire un prix indicatif, soit remettre l'introduction à une date ultérieure.

L'avantage de la cotation directe est qu'elle permet effectivement d'ajuster les offres et les demandes ou de constater un décalage trop important en peu de temps puisque cinq séances de Bourse permettent, en moyenne, d'atteindre le cours d'équilibre. Cette méthode offre une certaine souplesse en raison du délai d'annonce du prix. Elle assure une bonne diffusion des titres et permet de maîtriser la hausse du cours. Cependant, la cotation directe ne permet pas de coter si la demande reste trop forte, puisque la méthode retient l'ensemble des ordres. Elle apparaît donc mal adaptée en cas de surchauffe mais convient aux périodes boursières délicates et suppose une bonne connaissance de la valeur de l'entreprise qui s'introduit. Cette méthode se rapproche de la procédure anglo-saxonne *Intermediaries Offer*.

- **L'Offre à Prix Ouvert** : Inaugurée en 1998 par France Télécom, cette procédure d'introduction consiste à fixer pour une introduction en Bourse non plus un prix défini, mais une fourchette de prix. Elle laisse ainsi une grande marge de liberté aux investisseurs dans l'établissement de leurs ordres. A l'issue de la centralisation des ordres, le prix définitif est basé sur la confrontation des demandes et des offres de titres, les demandes en deçà du prix d'équilibre étant éliminées et l'allocation des titres effectuée au prorata des ordres passés à un prix égal ou supérieur au prix d'équilibre. Contrairement à l'offre à prix ferme, le prix définitif du titre n'est connu qu'au dernier moment. Une fourchette de prix indicative est fournie à la communauté financière. L'investisseur devra donner la quantité de titres qu'il désire ainsi que le prix maximum auquel il souhaite acquérir ces titres. Ce prix doit être situé dans la fourchette indiquée. La demande est souvent supérieure à l'offre de titres. Toutefois, le taux de service doit être au minimum de 1 %. Ainsi, si la demande est largement supérieure à l'offre, l'introduction sera reportée. Le prix sera alors relevé de 5 %. Euronext peut également réclamer le blocage des fonds pour éviter le gonflement spéculatif de l'offre.

L'avantage principal de l'offre à prix ouvert réside dans le moment où le prix définitif est fixé. Sa fixation à la dernière minute correspond parfaitement à la demande réelle du marché à l'instant t. Cette procédure permet d'élargir l'introduction aux particuliers et ainsi d'améliorer la liquidité du titre. La méthode se rapproche de la procédure anglo-saxonne *Retail public offering*.

- **Le Placement Garanti** : Cette méthode, transposition du *Placing* anglo-saxon, est autorisée en France depuis 1993. L'opération se déroule en plusieurs étapes, à savoir la détermination d'une fourchette de prix préalablement à la construction d'un livre d'ordres (*bookbuilding*) et la réalisation du préplacement, étape au terme de laquelle est fixé le prix d'offre. La diffusion des cotations dans le public est bien distincte de la première cotation car les titres sont diffusés avant celle-ci par un syndicat bancaire. Les titres sont alloués de façon discrétionnaire à des investisseurs préalablement démarchés et aussi jugés les plus stables par le syndicat bancaire. Il n'y a donc pas de réduction proportionnelle concomitante à la première cotation. La diffusion des titres par préplacement est suivie d'une procédure d'introduction pour le placement du solde des titres et pour la première cotation.

Récapitulatif des procédures d'introduction en Bourse françaises

	OPF ¹	OPM ²	Cotation Directe	OPO ³	Placement Garanti
Prix d'offre	Ferme	Minimal	Minimal	Fourchette de prix	Fourchette de prix
Délai d'annonce	5 jours de Bourse	5 jours de Bourse	2 jours de Bourse	5 jours de Bourse	Lors du pré-marketing
Types d'ordres	Limités au prix d'offre	Limités	Limités ou à tout prix	Limités dans la fourchette	
Centralisation des ordres	Euronext Paris SA				Banque chef de file
Cours coté	Prix de l'offre	Limite de la plus basse demande servie	= ou < au maximum prédéfini	Limite de la plus basse demande servie	= ou > au cours coté sur le marché
Ordres retenus	Tous les ordres	Limités dans la fourchette des prix retenus	> ou = au cours coté	> ou = au cours coté	A discrétion

¹ Offre à prix ferme, ² Offre à prix minimal, ³ Offre à prix ouvert

Source : Euronext

Annexe 1.2 : Caractéristiques du marché boursier allemand et procédures d'introduction en Bourse

Depuis 1991, le Frankfurt Stock Exchange (FSE), bien qu'étant une institution publique, est contrôlé par Frankfurter Wertpapierbörsen AG, une corporation elle-même contrôlée par les principales banques allemandes. A la fin de l'année 1992, celle-ci a été nommée Deutsche Börse AG et avait pour rôle la centralisation de l'ensemble des services financiers sur les marchés existants. Deutsche Börse assurait le traitement complet de toute transaction sur des titres ou des *futures*, de l'introduction de l'ordre sur le marché jusqu'à la livraison du titre.

Depuis l'application du Stock Exchange Act, la direction du marché est assurée par le Stock Exchange Council ou Börsenrat, qui est responsable des grandes décisions allant de l'adoption de nouvelles règles jusqu'à l'agrément et la fixation des nouvelles taxes de transaction. Equivalent à l'Autorité des marchés financiers en France, le Stock Exchange Council est également chargé de la surveillance et du contrôle du Board of Management. Il est composé de 24 membres parmi lesquels nous distinguons les représentants des banques étrangères ou privées, les *brokers* attachés aux investisseurs institutionnels et les *brokers* indépendants. Le Board of Management est en charge de la gestion quotidienne du marché de Francfort. Sous la supervision du SEC, il est chargé de veiller au bon fonctionnement des marchés, au bon déroulement de la fixation des cours et au maintien de l'ordre.

Avant qu'un titre ne soit admis sur un marché, l'entité chargée de l'acceptation à la cotation est la Commission des admissions de la Bourse de Frankfurt (FWB). Elle est constituée de 20 à 24 membres au plus qui sont élus par le Stock Exchange Council pour trois années et peuvent être réélus. L'Admission Office a un pouvoir d'agrément et de vérification de la disponibilité d'informations au public avant l'émission des titres sur les marchés. Enfin, le Market Surveillance supervise les transactions, s'assure du respect de la réglementation en vigueur et du bon déroulement des livraisons sur le marché.

Le négoce de titres s'effectue sur huit places boursières, Berlin, Brême, Düsseldorf, Francfort/Main, Hambourg, Hanovre, Munich et Stuttgart, par l'intermédiaire du Xetra, un système de négoce électronique. La majeure partie du chiffre d'affaires de la Bourse est réalisée à Francfort et *via* le Xetra. Des indices boursiers représentent l'évolution et la performance des différents segments du marché de Francfort. Nous trouvons le DAX, qui est l'indice de référence du marché de Francfort. Il représente la performance du marché allemand et compte 30 valeurs parmi les *blue chips* allemandes, c'est-à-dire des sociétés à forte capitalisation et réputation. Le MDAX est composé des 70 valeurs les plus importantes en termes de capitalisation après celles du DAX.

Le marché allemand est segmenté en quatre marchés. Nous distinguons deux compartiments, l'*Official Market* et le *Regulated Market*, appartenant à un ensemble intitulé *General Standard* ; le *Prime Standard* ; le *Regulated Unofficial Market* et le *SMAX*.

Segmentation du marché boursier allemand

- **L'*Official Market*** : Il s'agit d'un marché aux conditions d'accès très difficiles. C'est un marché organisé dans lequel les conditions d'admission et les obligations à suivre sont soumises à des dispositions légales de la Security Trading Act. Toutes les sociétés ne peuvent pas accéder à ce type de marché étant donné le volume total de titres à diffuser auprès du public. Il a pour vocation de coter les grandes entreprises domestiques.

- **Le *Regulated Market*** : Ce marché permet aux sociétés ne pouvant accéder à l'*Official Market* de faire coter leurs titres. C'est un marché organisé dans lequel les conditions d'admission, les obligations à suivre sont soumises à des dispositions légales de la Security Trading Act. Les règles d'admission sont là encore moins rigoureuses tant au niveau de la capitalisation exigée qu'au niveau de la mise à disposition d'informations. Ce marché est propice aux entreprises de plus petite taille.

- **Le *Prime Standard*** : Ce marché rassemble les entreprises répondant aux prérogatives du *General Standard*, avec de surcroît une dimension internationale. Les entreprises de ce segment doivent présenter leurs documents comptables conformément aux normes comptables internationales IAS ou américaines US GAAP.

- **Le Regulated Unofficial Market** : Il s'agit d'un marché où sont cotés les titres étrangers, les warrants et les options. Les critères d'introduction sont réduits au minimum. Le *Regulated Unofficial Market* a été créé en 1987 après la fusion entre le *Regulated Unofficial Market* et le *Non-Regulated Unofficial Market*. Ce marché n'est pas considéré comme un marché organisé selon les dispositions de la Security Trading Act.

- **Le SMAX** : Il est défini comme un segment de haute qualité du Frankfurt Stock Exchange. Il permet aux petites et moyennes entreprises, appartenant à des secteurs autres que technologiques, de lever des capitaux.

Pour tous ces marchés de cotation, ce sont les autorités boursières, à travers la Commission des admissions de la Bourse de Frankfurt, qui décident de la cotation ou non des entreprises candidates.

En 1997, un nouveau marché, le *Neuer Market*, a été créé pour accompagner les petites et moyennes entreprises opérant dans le secteur des technologies (équivalent au Nasdaq américain). En 2002, ce marché boursier a été fermé par décision des autorités allemandes afin de rassurer les investisseurs, échaudés par plusieurs scandales et surtout une dégringolade des cours. En effet, le *Neuer Market* avait connu une ascension parallèle à celle des valeurs qu'il abritait, avant de connaître une chute dramatique. Depuis son plus haut niveau atteint en mars 2000, l'indice atteignant alors 8 140 points, le marché a perdu 96 % de sa valeur, une contre-performance supérieure aux - 77 % perdus par le Nasdaq, et aux - 93 % perdus par les marchés européens dédiés aux valeurs technologiques et de croissance, tels le *Nuovo Mercato* italien et le Nouveau Marché français.

Réglementation du marché boursier allemand

Le marché boursier allemand fait partie des marchés de capitaux les plus efficaces, disposant de conditions d'accès optimales pour les émetteurs et les investisseurs. Plus de 487 entreprises sont cotées sur le *General Standard* alors que 360 entreprises sont cotées sur le *Prime Standard*. On distingue deux compartiments au sein du *General Standard* : l'*Official Market* et le *Regulated Market*.

- **L'Official Market** : Il a pour vocation de coter les grandes entreprises domestiques. Les principaux critères pour la cotation sur ce compartiment sont : un certain nombre d'années d'existence, soit trois années au minimum, la publication des états financiers durant cette période, la diffusion d'un minimum de 10 000 titres et de plus de 25 % du capital dans le public, la possession de 1,25 million d'euros de valeur de marché des parts émises ou des capitaux propres.

- **Le Regulated Market** : Il a pour vocation de coter les entreprises de taille moyenne. Il s'agit d'un marché aux conditions d'accès et de publication allégées. Les principaux critères sur ce compartiment sont la diffusion d'un minimum de 10 000 titres et un historique d'existence de l'entreprise (trois années au minimum).

Pour ces deux compartiments appartenant au *General Standard*, les entreprises émettrices ont pour obligation de publier un rapport financier annuel ainsi que des états semestriels.

- **Le Prime Standard** : Il s'adresse aux grandes et moyennes entreprises internationales. Les critères d'adhésion à ce marché sont les mêmes que pour le *General Standard* qui regroupe l'*Official* et le *Regulated Market*. La seule différence réside dans la nécessité de présenter les documents comptables conformément aux normes comptables internationales IAS ou américaines US GAAP.

- **Le Regulated Unofficial Market** : Les entreprises qui vont être introduites sur ce marché ont l'obligation, outre le respect des conditions applicables aux autres marchés, d'émettre un rapport annuel et des états trimestriels selon les normes IAS et US GAAP, de publier un calendrier financier et de réaliser au moins une conférence par an.

- **Le SMAX** : Outre les conditions d'admission exigées par le *General Standard*, les entreprises admises sur ce marché ont l'obligation de répondre à des normes et standards rigoureux, de diffuser plus de 20 % du capital dans le public, de révéler les avoirs et portefeuilles des membres du comité de direction et de tenir une conférence de presse annuelle avec les analystes.

Étapes d'introduction en Bourse

Nous distinguons quatre étapes principales pour une introduction en Bourse sur le marché allemand :

➤ **Première étape : la phase d'organisation et de préparation**

- Recrutement des conseillers de l'entreprise et du syndicat bancaire qui va réaliser l'introduction en Bourse. L'émetteur fait part de sa demande d'accès au marché à plusieurs banques, en prenant part à « un concours de beauté ». En se basant sur l'information fournie, les banques vont évaluer l'entreprise et lui soumettre un prix d'introduction en Bourse ;

- Réponse aux exigences légales pour toute introduction en Bourse : l'entreprise doit réunir toutes les conditions organisationnelles et structurelles nécessaires à une admission sur le marché boursier (changement de statut légal, responsabilités réglementaires de la direction et des organes de supervision) ;

- Mise en place d'une discussion stratégique : l'entreprise va définir sa stratégie pour l'introduction en Bourse en collaboration avec ses conseillers et son syndicat bancaire, à savoir la détermination de la structure transactionnelle de l'entreprise (structure de l'actionnariat après l'introduction, décisions d'augmentation de capital), les raisons motivant l'introduction en Bourse.

➤ **Deuxième étape : la phase d'élaboration**

- Préparation par l'entreprise d'un *business plan* et de la stratégie d'introduction en Bourse à adopter. Cette étape consiste en l'administration des titres inscrits, la sélection du segment d'admission, la désignation des *sponsors* et partenaires de l'entreprise ;

- Préparation du prospectus d'admission : ce prospectus comporte toutes les informations nécessaires aux investisseurs pour la prise de décision. Le dossier contient des informations classées selon différentes rubriques: informations sur les personnes responsables du contenu du prospectus ; informations sur les titres à admettre à la cote ; informations sur la société à coter, sur le management et les comités de direction ; informations sur l'activité récente et les perspectives de la société.

➤ **Troisième étape : la phase de réalisation et de commercialisation**

- Réunion avec les analystes et contact avec les investisseurs ;

- Publication du prospectus compte tenu des *Going Public Principles*. Ces principes ont été développés par la Bourse allemande en collaboration avec les banques, émetteurs, investisseurs et consultants. Le but est de renforcer le rôle du prospectus en tant que source primaire d'informations pour tous les investisseurs. En adoptant ces principes, les entreprises qui désirent s'introduire en Bourse donnent un signal clair aux investisseurs, à savoir la transparence et une information identique et de haute qualité à tous les investisseurs.

➤ **Quatrième étape : la phase de fixation du prix**

- Détermination du prix et du processus de mise en vente : procédure de prix fixe ou de *bookbuilding* ; souscription prioritaire aux investisseurs privés ; bonus de souscription aux premiers acheteurs ;

- Détermination du prix d'introduction par la plateforme électronique XETRA et par les intermédiaires.

Procédures d'introduction en Bourse

Il existe sur le marché boursier allemand deux types de procédures d'introduction en Bourse :

- **Le Fixed price offering system** : Il s'agit de la procédure traditionnelle de placement des titres, dans laquelle l'émetteur et l'introducteur se mettent d'accord sur le prix d'émission avant la publication du prospectus. Le prix d'émission est calculé sur la base des fondamentaux de l'entreprise, en tenant compte de la valeur boursière d'entreprises comparables. Il est précisé dans le prospectus d'introduction en Bourse que les investisseurs peuvent se procurer des titres à ce prix pendant la période de souscription. Lorsque la totalité des titres a été souscrite, la banque chef de file peut mettre fin au processus avant que la période officielle de souscription ne soit terminée. Si une émission est sursouscrite, la priorité d'attribution des titres est donnée aux petits souscripteurs. Les investisseurs institutionnels se voient attribuer une part de titres plus faible que celle demandée. Alternativement, les titres peuvent être divisés de manière égale entre les souscripteurs, ou proportionnellement. Dans certains cas, un système de loterie est mis en place.

Avant 1996, les prix d'émission déterminés par cette procédure d'introduction en Bourse étaient excessivement élevés. Ceci a entraîné une concurrence acharnée entre les banques pour s'accaparer des

contrats d'introduction lucratifs. En principe, les banques voulaient fixer les prix d'introduction de manière efficiente, afin d'éviter les difficultés de placement auprès des investisseurs. Cependant, certains émetteurs ont voulu « gonfler » les prix pour maximiser les fonds récoltés lors de l'émission. Ils ont donc choisi les banquiers chefs de file qui allaient offrir les prix d'émission les plus élevés avec les coûts d'introduction les plus faibles.

Dans la plupart des cas, ces prix d'émission ont subi des corrections par le marché, ce qui a provoqué la déception des investisseurs et une perte de confiance dans les syndicats d'introduction en Bourse. Pour ces raisons, des procédures alternatives telles que la procédure de *bookbuilding* sont devenues très populaires à partir de 1996.

- **Le Bookbuilding** : Contrairement au *Fixed price offering system*, la méthode de *bookbuilding*, ou construction du livret d'ordres, permet aux investisseurs institutionnels et aux investisseurs de toute taille de participer à l'introduction en Bourse. Cela nécessite l'accomplissement de cinq étapes. Le temps requis pour franchir chaque étape dépend du volume d'émission et du secteur dans lequel évolue l'entreprise.

- ✓ La phase de sélection du chef de file sur la base de critères fixés par l'entreprise ;
- ✓ La phase de pré-marketing : l'entreprise et le chef de file conviennent d'une fourchette de prix d'offres. La différence entre la valeur la plus élevée et la valeur la plus faible de la fourchette n'excède pas 10 à 15 % ;
- ✓ La phase de marketing : la fourchette de prix est annoncée lors d'une conférence de presse. L'entreprise émettrice participe à des *road shows* ;
- ✓ La phase de collecte des ordres : le syndicat bancaire collecte les ordres d'achat et les fait suivre au chef de file. Ce dernier introduit tous ces titres dans un carnet d'ordres électronique. Les ordres sont alors évalués et une préférence d'attribution, en accord avec l'émetteur, est décidée. Le choix des investisseurs est important pour le chef de file car cela peut contribuer à une stabilité des prix et peut inspirer confiance quant à la juste évaluation du titre ;
- ✓ La phase de détermination du prix et d'attribution des titres : la construction du carnet d'ordres est suivie d'une période de souscription qui dure entre huit à dix jours. Puis le chef de file analyse l'élasticité du prix en fonction de la demande, à partir des informations fournies dans la requête de souscription, habituellement assisté par une procédure de scoring informatique. Sur la base de cette analyse, l'introducteur fixe un prix d'offre unique en accord avec l'émetteur.

Annexe 1.3 : Caractéristiques du marché boursier britannique et procédures d'introduction en Bourse

Le marché des actions britanniques est le plus ancien des marchés européens. Son histoire remonte à plus de trois cents ans. Né dans les maisons à café (*coffee houses*) au XVII^e siècle, ce marché a connu une croissance fulgurante au point de devenir la première place financière européenne et la troisième mondiale après les marchés américain et japonais.

En 1967, les marchés des actions étaient rassemblés autour de onze pôles régionaux britanniques et irlandais qui se sont regroupés en 1973 dans le but de créer le Stock Exchange of Great Britain and Ireland. Dès la fin des années 80, les marchés régionaux ont cessé leur activité pour la transférer vers un marché central à Londres. La dérégulation du marché en 1986, connue sous le nom de *Big Bang*, a permis, entre autres, de mettre fin à la dichotomie entre les sociétés de trading qui agissent sur ordre des investisseurs et celles qui sont chargées de la tenue du marché et qui n'ont aucun contact avec ces investisseurs.

La Bourse de Londres ou London Stock Exchange (LSE) régule les augmentations de capital, les candidatures à la cote et contrôle que les règles sont respectées. Le Financial Services Authority (FSA), organe indépendant anciennement appelé Securities and Investment Board (SIB), est l'autorité de régulation des services financiers au Royaume-Uni. Pour sa part, le Securities and Futures Association (SFA), organe faisant partie du FSA, est chargé de s'assurer que les membres sont toujours en mesure de remplir leurs obligations financières vis-à-vis des diverses contreparties en jeu. Le FSA contrôle également le suivi des règles établies par les autorités. Enfin, l'UK Listing Authority (UKLA) est responsable des admissions à la cote et du respect des obligations des émetteurs.

Le marché britannique est segmenté en deux marchés : le *Main Market* et l'*Alternative Investment Market (AIM)* créé en 1995. Le *Main Market* abrite deux autres compartiments : le *TechMARK* et le *TechMARK Mediscience*.

Segmentation du marché boursier britannique

- **Le *Main Market*** : Ce marché est destiné aux entreprises de taille importante, qui vont mettre à disposition du public un pourcentage élevé de leur capital. Les critères d'admission sont très rigoureux, la décision d'admission relevant de l'UK Listing Authority. En outre, les documents à fournir sont très nombreux et détaillés. Plus de 1 900 entreprises sont cotées sur ce marché pour une capitalisation totale de 3,280 billions de livres sterling. Ce segment de marché est prestigieux et les sociétés y accédant ont bien plus qu'un objectif financier : la notoriété et l'accès aux cotations à l'étranger grâce à la renommée acquise.

Nous distinguons deux compartiments au sein du *Main Market*. Nous trouvons d'abord le *TechMARK* qui regroupe les entreprises innovantes à fort potentiel de croissance. Une entreprise technologique, selon la définition du LSE, est une entreprise dont l'activité est en croissance et dont le succès dépend du développement d'une ou plusieurs technologies ou de la production de produits et/ou services qui nécessitent l'utilisation d'innovation technologique significative. Créé en 1999, ce compartiment accueille plus de 235 entreprises appartenant à 23 secteurs. Nous trouvons ensuite le *TechMARK Mediscience*, qui est le premier marché international dédié aux entreprises appartenant au secteur médical et de biotechnologie. Ces entreprises peuvent être des compagnies de produits pharmaceutiques ou des sociétés qui proposent des produits et/ou services dédiés à l'industrie de la santé. Créé en 2001, ce compartiment comprend plus de 47 entreprises avec des tailles allant de 6 millions à 100 billions de livres sterling.

L'admission sur ces deux compartiments nécessite le classement par l'UK Listing Authority et l'admission à la négociation sur le marché des actions domestiques.

- **L'*Alternative Investment Market (AIM)*** : Ce marché est destiné aux entreprises à fort potentiel de croissance qui veulent bénéficier des avantages de la cotation dans un cadre de régulation très flexible. Depuis que ce marché a ouvert en 1995, plus de 790 entreprises y sont cotées pour une capitalisation totale de 21 billions de livres sterling. La décision d'admission sur ce marché relève du London Stock Exchange.

Plus de 430 entreprises étrangères provenant de plus de 55 pays sont cotées sur ces marchés. Les raisons qui poussent ces entreprises à se faire admettre sur le marché londonien sont multiples : la position de leader de la Bourse de Londres au niveau européen, le prestige et la notoriété des institutions financières et des banques d'investissement.

Réglementation du marché boursier britannique

- **Le Main Market** : Il s'agit d'un marché de référence au niveau européen tant par son ancienneté que par sa notoriété et sa liquidité. Ce marché mondial comprend des entreprises appartenant à différents secteurs du monde des affaires. L'indice qui couvre les titres sur le marché est le FTSE All Shares, mais il existe d'autres indices tels que le FTSE 100 qui enregistre les cours des 100 plus grandes entreprises. Ces sociétés, plus souvent connues sous le nom de *Blue Chips*, doivent respecter les principaux critères d'admission, à savoir : diffuser 25 % du capital au public ; disposer d'au moins 700 000 GBP de capitalisation boursière ; avoir trois années d'existence et soumettre les trois derniers états financiers audités ; produire des états financiers conformément aux normes UK GAAP, US GAAP ou ISA ; être admis d'une part sur la liste officielle dressée par l'UK Listing Authority (UKLA), qui est une division de l'autorité des services financiers, et d'autre part à la négociation par le London Stock Exchange.

- **L'Alternative Investment Market (AIM)** : Si les critères d'admission dans ce compartiment sont plus souples, l'entreprise est toutefois soumise à l'obligation de production d'un document d'admission à l'intention des investisseurs potentiels, regroupant toutes les informations nécessaires à la prise de décision (organes de direction, position financière, activité commerciale, etc.). Cependant, le principal attrait de ce marché réside dans la quasi-absence de critères d'admission : les sociétés peuvent bénéficier des avantages de la cotation tout en évitant les contraintes d'une introduction. Les autres marchés européens possèdent un ensemble de règles imposant une valeur minimale sur les actifs ou sur la capitalisation boursière, ce qui n'est pas le cas pour l'admission sur ce marché. Il n'existe aucun critère quantitatif minimal, seules certaines conditions sont à remplir pour préserver la sécurité et la liquidité du marché : l'entreprise doit être conforme à la législation de son pays ; elle doit publier ses comptes en conformité avec les normes IAS ou US GAAP et les titres faisant l'objet de transactions sur ce marché doivent être librement transmissibles.

La demande d'admission adressée aux investisseurs potentiels doit comprendre : une description complète de la société, ses principales activités et son capital ; une description des titres qui seront échangés sur ce marché ; les informations financières sur l'entreprise ; l'information sur les fondateurs de la société, les organes de supervision et de contrôle ; la confirmation de l'entreprise de sa capacité à servir les investisseurs en termes de capital.

Étapes d'introduction en Bourse

Pour une introduction en Bourse sur le *Main Market*, la procédure de cotation débute à partir de 12 à 24 semaines avant l'admission. La période au-delà des 24 semaines est considérée comme la période de préparation à la « pré-cotation ».

➤ **12 à 24 semaines avant l'admission**

Cette période est essentielle pour constituer tous les éléments nécessaires au succès d'une cotation. Les étapes à respecter pendant cette période sont les suivantes :

- Désignation des conseillers (*sponsors* et *brokers*) ;
- Rencontres et réunions entre le *sponsor* ou banque chef de file, et les organes de direction sur la procédure d'introduction en Bourse à adopter ;
- Finalisation avec les conseillers de la procédure de cotation et de la proportion de titres à diffuser au public ;
- Rédaction des rapports comptables ;
- Consultations préliminaires avec le marché financier et l'UKLA ;
- Elaboration du plan de commercialisation pour les investisseurs potentiels.

➤ **6 à 12 semaines avant l'admission**

- Examen des différents domaines problématiques ;
- Réalisation d'un avant-projet du prospectus d'introduction en Bourse ;
- Examen initial du prix d'introduction en Bourse de l'entreprise émettrice, en collaboration avec les *sponsors* et les *brokers* ;
- Estimation et évaluation détaillée des actifs de l'entreprise.

➤ **1 à 6 semaines avant l'admission**

- Rencontres avec les conseillers pour la réalisation du prospectus final d'introduction en Bourse ;
- Examen des *cashes-flows* prévisionnels de l'entreprise ;

- Présentation aux investisseurs : activité commerciale et communicative par les *brokers* pour convaincre les investisseurs potentiels.

➤ **1 semaine avant l'admission**

- Approbation des documents par l'UK Listing Authority ;
- *Impact Day* : journée durant laquelle le prospectus est présenté par les médias publicitaires, et où l'introduction en Bourse est officiellement annoncée ;
- Publication du prospectus : le prospectus et les demandes de souscription d'actions sont envoyés aux investisseurs potentiels. Le comité de direction et les conseillers de l'entreprise vont organiser des présentations au public, aux analystes, *via* la presse et les médias, afin de maximiser la couverture par les analystes et assurer la réussite de la cotation ;
- La souscription formelle à l'admission en Bourse ainsi qu'à la négociation sur le marché boursier est remise respectivement à l'UKLA et au LSE.

➤ **La semaine d'admission en Bourse**

Deux éléments se produisent à cette étape :

- Les souscriptions des investisseurs sont reçues. S'il y a une forte demande par rapport à l'offre disponible, une base d'attribution est appliquée. Si le cas contraire se produit, les chefs de file se doivent de reprendre les titres non vendus à un prix convenu d'avance ;
- La liste de souscription aux titres est close.

➤ **L'admission**

Etape par laquelle les titres sont publiquement négociés sur le *Main Market*. La base de distribution des titres est acceptée par la direction et les conseillers, puis est annoncée aux investisseurs. L'admission est officiellement accordée par l'UKLA et le LSE.

Procédures d'introduction en Bourse

Les procédures anglo-saxonnes sont très similaires aux procédures d'introduction en Bourse françaises. Nous distinguons :

- ***Offer for Sale*** : Il s'agit d'une offre publique de vente de titres existants à un prix fixé à l'avance ou à l'intérieur d'une fourchette de prix. Le prix final est décidé en fonction du niveau de demande de titres. On distingue deux variations dans cette procédure :

* ***Tender offer*** ou offre de soumission partielle : Les titres sont offerts à un prix minimum et les acheteurs doivent proposer une offre plus élevée. Quand toutes les offres sont collectées, le banquier introducteur fixe un prix d'exercice. Tous les investisseurs qui ont offert un prix plus élevé se voient attribuer une partie ou la totalité des titres demandés au prix d'exercice.

* ***Offre par les souscripteurs*** : Les titres sont offerts à un prix minimum. Si l'émission est sursouscrite, l'entreprise va attribuer à chaque souscripteur un pourcentage des titres demandés et va reverser une proportion de l'argent souscrit. Dans le cas contraire, la banque introductrice prend en charge tous les titres non achetés par le public.

- ***Placing***, l'équivalent du Placement Garanti en France : Ce placement consiste en une offre d'actions nouvelles ou existantes à un nombre réduit d'investisseurs institutionnels. Ainsi, la décision d'allocation des actions aux investisseurs revient à l'intermédiaire-introducteur. Cette technique de diffusion des titres est pénalisante pour les actionnaires individuels puisque les investisseurs institutionnels sont toujours privilégiés.

- ***Introduction*** : Cette procédure d'introduction ne nécessite aucune émission d'actions nouvelles ni cession de titres avant le premier jour de cotation. Elle est le plus souvent utilisée par des entreprises cotées sur des marchés étrangers et qui s'introduisent pour la première fois sur le marché britannique, mais également par les entreprises qui désirent changer de marché de cotation. Cette méthode d'introduction est pratiquée par les entreprises qui ont diffusé 25 % de leur capital dans les mains du public. C'est un moyen économique pour accéder au marché parce qu'il n'y a pas de coûts d'introduction ni de coûts de commercialisation. En revanche, les opportunités de mise en avant de l'entreprise et de visibilité sont limitées car le public n'est pas invité à participer, l'entreprise ne bénéficiant donc pas de couverture par la presse.

- ***Intermediaries Offer***, l'équivalent de la Cotation Directe en France : Ce placement consiste également en une offre au public d'actions nouvelles ou déjà existantes, mais cette offre est faite par le biais des intermédiaires financiers autorisés par le FSA, qui souscriront les titres pour le compte de leur client. Cette méthode est donc une prise ferme des actions par les intermédiaires financiers.

Annexe 1.4 : Notice d'information de l'opération d'introduction en Bourse de Pages Jaunes



Société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance au capital de 54 810 000 euros
Siège social : 7, avenue de la Cristallerie – 92317 Sèvres Cedex
R.C.S. Nanterre 552 028 425

NOTE D'OPERATION

Mise à la disposition du public à l'occasion de l'admission au Premier marché d'Euronext Paris des actions constituant le capital de la société PagesJaunes S.A. et des actions nouvelles à émettre dans le cadre de l'offre réservée aux salariés portant sur un nombre maximum de 9 591 750 actions nouvelles de PagesJaunes S.A., du placement de 82 215 000 actions existantes pouvant être porté à un maximum de 102 768 750 actions (en cas d'exercice intégral de la clause d'extension) et à 118 184 062 actions (en cas d'exercice intégral de l'option de sur-allocation) cédées par Wamadoo S.A.

Une notice sera publiée au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires du 23 juin 2004.

Fourchette de prix indicative applicable au Placement Global :
entre 13,2 euros et 15,2 euros par action.

Fourchette de prix indicative applicable à l'Offre à Prix Ouvert :
entre 12,9 euros et 14,9 euros par action.

RESERVATION D'ACTION

Entre la date de la présente note d'opération et la date de l'Offre à Prix Ouvert, les personnes physiques pourront effectuer des réservations d'actions PagesJaunes auprès des intermédiaires financiers habilités. Ces réservations sont révocables à tout moment jusqu'au 3 juillet 2004, 17 heures, et pourront être utilisées comme précisé dans la présente note d'opération. Les bordereaux de mandat d'achat pouvant être utilisés pour les réservations sont disponibles auprès des intermédiaires financiers habilités. Si ces réservations ne sont pas révoquées, elles seront, en ce qui concerne la priorité d'achat R1, servies, soit intégralement, soit au minimum deux fois mieux que les ordres A transmis à compter de l'ouverture de l'Offre à Prix Ouvert.



VISA DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

En application des articles L. 412-1 et L. 621-8 du Code monétaire et financier, l'Autorité des marchés financiers a approuvé le visa n° 04-614 en date du 21 juin 2004 sur le présent prospectus, conformément aux dispositions du règlement COB n° 99-01.

Ce prospectus a été établi par PagesJaunes et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération ni authentification des éléments comptables et financiers présentés. Il a été attribué après examen de la pertinence et de la cohérence de l'information donnée dans la perspective de l'opération proposée aux investisseurs.

Le prospectus visé par l'Autorité des marchés financiers est constitué :

- du document de base, enregistré par l'Autorité des marchés financiers le 3 juin 2004 sous le numéro I. 04-104 (le « Document de Base »), et
- de la présente note d'opération.

Des exemplaires du prospectus sont disponibles sans frais auprès de PagesJaunes, 7, avenue de la Cristallerie – 92317 Sèvres Cedex ainsi que sur les sites Internet de PagesJaunes (<http://bienvenue.pagesjaunes.fr>) et de l'Autorité des marchés financiers (<http://www.amf-france.org>).

Coordinateurs Globaux Teneurs de Livre Associés

ABN AMRO Rothschild
Placement Global

BNP PARIBAS
Placement Global

CALYON
Offre à Prix Ouvert

Lehman Brothers
Placement Global

Morgan Stanley
Placement Global

Chefs de File Associés

Citigroup

Goldman Sachs
International

Lazard-IXIS

SG Corporate & Investment
Banking

Co-Chef de File et Conseil Financier

Dresdner Kleinwort Wasserstein

Annexe 1.5 : Classement des banques par la mesure Carter et Manaster (1990)

Underwriter's Name ^a	Assigned Rank ^b
First Boston Corp.	9.0
Goldman, Sachs and Co.	9.0
Merrill Lynch White Weld	9.0
Morgan Stanley and Co.	9.0
Salomon Brothers, Inc.	9.0
Bache Halsey Stuart and Shields, Inc.	8.0
Bear, Stearns and Co.	8.0
Blyth Eastman Dillon and Co.	8.0
E. F. Hutton and Co., Inc.	8.0
Kidder Peabody and Co., Inc.	8.0
Lazard Freres and Co.	8.0
Lehman Brothers Kuhn Loeb, Inc.	8.0
McDonald and Co., Inc.	8.0
L. F. Rothschild Unterberg and Towbin	8.0
Smith Barney, Harris Upham and Co., Inc.	8.0
Wertheim and Co., Inc.	8.0
Dean Witter Reynolds, Inc.	8.0
Alex Brown and Sons	7.5
Paine, Webber, Jackson Curtis, Inc.	7.5
Warburg Paribus Becker, Inc.	7.5
N. Donald and Co.	7.0
Donaldson, Lufkin and Jenrette Securities Corp.	7.0
Drexel Burnham Lambert, Inc.	7.0
Loeb Rhoades Shearson	7.0
Tucker, Anthony and R. L. Day	7.0
Robert W. Baird and Co.	6.5
A. G. Edwards and Sons, Inc.	6.5
Thomson Mckinnon Securities, Inc.	6.5
Hambrecht and Quist	6.0
Robertson, Coleman, Stephens and Woodman	6.0
Shearson, Hayden and Stone	6.0
Advest, Inc.	5.5
Montgomery Securities	5.5
Allen and Co.	5.0
Bateman Eichler, Hill Richards, Inc.	5.0
William Blair and Co.	5.0
Blair Kerr and Bell, Inc.	5.0
Blunt, Ellis and Loewi	5.0
Boettcher and Co.	5.0
J. C. Bradford and Co., Inc.	5.0
Butcher and Singer, Inc.	5.0
Dain Bosworth, Inc.	5.0
F. Eberstadt and Co.	5.0
Eppler, Guerin and Turner, Inc.	5.0

Underwriter's Name ^a	Assigned Rank ^b
First Michigan Corp.	5.0
Foster and Marshall	5.0
Howard, Weil, Labouisse, Friedrichs	5.0
Janney Montgomery Scott	5.0
Johnson, Lane, Space, Smith and Co.	5.0
Ladenburg, Thalmann and Co.	5.0
Legg Mason Wood Walker, Inc.	5.0
Moseley, Hallgarten, Estabrook and Weeden, Inc. Ohio Co.	5.0
Piper, Jaffray and Hopwood, Inc.	5.0
Prescott, Ball and Turben	5.0
Robinson-Humphrey Co., Inc.	5.0
Rotan Mosle, Inc.	5.0
Rothschild, Inc.	5.0
Schneider, Bernet and Hickman, Inc.	5.0
New Court Securities Corp.	4.0
Newhard, Cook and Co.	4.0
Paulson Investment Co.	4.0
Raymond, James and Associates, Inc.	4.0
Woodman, Kirkpatrick, Gilbreath	4.0
R. G. Dickinson and Co.	3.5
Wedbush, Noble, Cooke, Inc.	3.5
Baker, Watts and Co.	3.0
Chicago Corp.	3.0
Gintel and Co.	3.0
John Muir and Co.	3.0
Raucher Pierce Refsnes, Inc.	3.0
Rooney Pace, Inc.	3.0
Stifel, Nicolaus and Co., Inc.	3.0
Weber, Hall, Sale and Associates, Inc.	3.0
Adams, Jones, Foor and Co., Inc.	2.5
C. L. Dickter, Inc.	2.5
D. H. Blair and Co., Inc.	2.0
James J. Duane and Co., Inc.	2.0
Stephens, Inc.	2.0
M. S. Wien and Co.	2.0

Underwriter's Name ^a	Assigned Rank ^b
Carolina Securities Corp.	1.5
Faherty and Faherty, Inc.	1.5
First Jersey Securities	1.5
Fitzgerald, DeArman and Roberts	1.5
Johnston, Lemon and Co.	1.5
Montana Securities	1.5
OTC Net, Inc.	1.5
Swartwood, Hesse and Levine, Inc.	1.5
Weinrich Zitzmann Whitehead, Inc.	1.5
Werbel-Roth Securities, Inc.	1.5
Brodis Galant Securities	1.0
Evan Lewellyn Securities, Inc.	1.0
Emmett A. Larkin and Co., Inc.	1.0
Muller and Co.	1.0
Petersen, Diehl and Co.	1.0
E. J. Pittock and Co., Inc.	1.0
J. E. Sheehan	1.0
Akroyd and Smithers, Inc.	0.5
Donald and Co. Securities	0.5
Equity Securities Trading Co., Inc.	0.0
First Colorado Investments and Securities Corp.	0.0
Furman Selz Mager Dietz and Birney	0.0
Powell and Associates, Inc.	0.0
Quinn and Co.	0.0
Wall Street West, Inc.	0.0

^a The underwriters listed are the 117 firms marketing 501 initial public offerings of equity (IPOs) between January 1, 1979 and August 17, 1983.

^b The rank is assigned by comparing the underwriters' position in tombstone announcements from *Investment Dealer's Digest* and *The Wall Street Journal* during the same period that the 501 IPOs were drawn. A rank of 9.0 represents the most prestigious underwriters in the sample.

Annexe 1.6 : Notice d'information de l'opération d'introduction en Bourse d'EDF



Société anonyme au capital de 812 900 000 euros

Siège social :

22-30, avenue de Wagram 75382 Paris Cedex 08 552 081 317 R.C.S. Paris

NOTE D'OPERATION

Mise à la disposition du public à l'occasion :

- du placement, dans le cadre d'une offre à prix ouvert auprès du public en France et d'un placement global garanti auprès d'investisseurs institutionnels en France et hors de France, et auprès du public au Japon, d'un maximum de 237 590 000 actions nouvelles émises par augmentation de capital en espèces par appel public à l'épargne (en ce compris un nombre maximum de 30 990 000 actions nouvelles supplémentaires susceptibles d'être émises au titre d'une option de sur-allocation) ;
- de l'admission aux négociations sur l'Eurolist d'Euronext Paris de la totalité des actions composant le capital d'EDF à la date de la présente note d'opération et de l'ensemble des actions nouvelles à émettre dans le cadre de l'offre à prix ouvert et du placement global garanti.

Une notice légale sera publiée au Bulletin des annonces légales obligatoires du mercredi 2 novembre 2005.

Fourchette de prix indicative applicable au placement global garanti : entre 29,50 euros et 34,10 euros par action.

Le prix de l'offre à prix ouvert bénéficiera d'une réduction de 1,00 euro par rapport au prix du placement global garanti.

Fourchette de prix indicative applicable à l'offre à prix ouvert : entre 28,50 euros et 33,10 euros par action.



En application des articles L. 412-1 et L. 621-8 du Code monétaire et financier et de son règlement général, notamment de ses articles 211-1 à 216-1, l'Autorité des marchés financiers a approuvé le visa n° 05-742 en date du 27 octobre 2005 sur le présent prospectus.

Ce prospectus a été établi par l'émetteur et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1-I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Le prospectus visé par l'Autorité des marchés financiers est constitué :

— du Document de Base enregistré par l'AMF le 13 juillet 2005 sous le numéro I. 05-107, avec avertissement :

- * Les Commissaires aux comptes ont formulé, dans le cadre de leur rapport sur les comptes consolidés clos au 31 décembre 2004, les observations relatives :
 - aux notes 1.20, 26 et 27 de l'annexe concernant l'évaluation des provisions liées à la production nucléaire,
 - aux notes 1.21, 2.3 et 2.8 de l'annexe concernant la réforme du financement du régime spécial de retraite des Industries Electriques et Gazières, pour EDF. *

— de l'actualisation du Document de Base déposée auprès de l'AMF le 23 septembre 2005 sous le numéro D. 05-1005-A01, et

— de la présente note d'opération (qui contient le résumé du prospectus).

Des exemplaires du présent prospectus sont disponibles sans frais auprès d'EDF 22-30 avenue de Wagram — 75382 Paris Cedex 08, et sur son site Internet (<http://www.edf.fr>) ainsi que sur le site Internet de l'AMF (<http://www.amf-france.org>) et auprès des établissements financiers introducteurs.

Un prospectus spécifique relatif à une offre à des conditions préférentielles d'acquisition aux personnels et certains anciens personnels d'EDF et de certaines de ses filiales en France et hors de France d'un maximum de 41 927 648 actions existantes cédées par l'Etat (en ce compris les actions existantes susceptibles d'être cédées en cas d'exercice intégral de l'option de sur-allocation mentionnée ci-dessus) a été visé par l'AMF ce jour sous le n° 05-743 et est disponible sans frais auprès d'EDF 22-30 avenue de Wagram — 75382 Paris Cedex 08, et sur son site Internet (<http://www.edf.fr>) ainsi que sur le site Internet de l'AMF (<http://www.amf-france.org>).

Fourchette de prix indicative applicable à l'offre réservée aux salariés pour les formules avec décote :
entre 22,80 euros et 26,48 euros par action

(la fourchette de prix indicative pour la formule sans décote est celle de l'offre à prix ouvert).

Toute décision d'investir dans les actions EDF dans le cadre de l'Offre Réservee aux Salariés doit être fondée sur un examen exhaustif du prospectus spécifique à l'Offre Réservee aux Salariés mentionné ci-dessus.

RESERVATION D'ACTIONS

Entre la date du présent prospectus et la date d'ouverture de l'Offre à Prix Ouvert, les intermédiaires habilités pourront recueillir auprès des personnes physiques des réservations d'actions EDF. Ces réservations sont révoquables à tout moment jusqu'au 15 novembre 2005, 17 heures, pour les réservations déposées aux guichets des intermédiaires habilités, et jusqu'au 15 novembre 2005, 23 heures 59, pour les réservations passées par Internet. Les bordereaux de mandat d'achat pouvant être utilisés pour les réservations sont annexés à la présente note d'opération. Ces réservations seront nulles et de nul effet si aucun communiqué indiquant le prix et les modalités définitives de l'opération objet de la présente note d'opération n'est publié.

Si ces réservations ne sont pas révoquées, elles seront, en ce qui concerne la priorité d'achat R1, servies, soit intégralement, soit au minimum deux fois mieux que les ordres A1 transmis à compter de l'ouverture de l'Offre à Prix Ouvert.

	<i>Coordinateurs Globaux</i>		
	CALYON	Placement Global Garanti	Morgan Stanley
		<i>Chefs de File et Teneurs de livre</i>	
ABN AMRO Rothschild	BNP PARIBAS	CALYON	Morgan Stanley
		<i>Chef de File Associé</i>	
		Citigroup	
		<i>Co-Chefs de File</i>	
Cazenove HSBC	Deutsche Bank Merrill Lynch	Dresdner Kleinwort Wasserstein SG Corporate & Investment Banking	Goldman Sachs International UBS Investment Bank
		<i>Co-Managers</i>	
Crédit Mutuel-CIC Mediobanca S.p.A.	Daiwa SMBC Europe Natexis Bleichroeder	Landesbank Baden-Württemberg Nomura International	Lazard-IXIS Sal. Oppenheim jr. & Cie
		<i>Offre à Prix Ouvert</i>	
	BNP PARIBAS	<i>Chefs de File</i>	CALYON
		<i>Chef de File Associé</i>	
		SG Corporate & Investment Banking	
		<i>Co-Chefs de File</i>	
Crédit Mutuel-CIC	HSBC	Lazard-IXIS	Natexis Bleichroeder
		<i>Garant</i>	
		Union de Garantie et de Placement	
ABN AMRO Rothschild	BNP PARIBAS Conseils de la Société	Citigroup	CALYON Morgan Stanley Conseils de l'Etat

Annexe 1.7 : Fiches d'identité des entreprises émettrices interviewées

Fiche de synthèse APRR

- Type d'entretien : Entretien téléphonique avec la responsable Investisseurs
- Date d'entretien : 2 mai 2005
- Durée : de 15 heures à 15 h 50
- Enregistrement : Oui

Caractéristiques de l'opération d'introduction en Bourse

Caractéristiques Emetteur Société émettrice Secteur d'activité Nationalité Marché Principaux actionnaires	APRR (Autoroutes Paris-Rhin-Rhône) Environnement et services aux collectivités Française Premier marché Etat français 35,11 %, Autoroutes de France 35,11 %, Salariés 0,94 %
Caractéristiques IPO Date du visa AMF Date de publication BALO Nature de l'offre Fourchette de prix Produit brut de l'offre Actions admises Date de jouissance Date de première cotation Garantie Option de surallocation	8 novembre 2004 10 novembre 2004 Placement global garanti, Offre à prix ouvert, Offre réservée aux salariés Placement global garanti : 38,0 - 43,0 €par action Offre à prix ouvert : 37,0 - 42,0 €par action Offre réservée aux salariés : 29,6 - 33,6 €par action Maximum de 1 209,3 millions €hors exercice de l'option de surallocation (≤ 7,5 %) Maximum de 50 millions €pour l'offre réservée aux salariés Actions existantes de la société : 80 232 800 Actions nouvelles : 32 683 846 Actions nouvelles supplémentaires : 2 386 780 Actions nouvelles réservées aux salariés : 1 689 189 1 ^{er} janvier 2004 24 novembre 2004 Garantie de bonne fin de l'ensemble du syndicat bancaire 7,5 % du nombre d'actions mises à la disposition du marché
Syndicat bancaire IPO	Coordinateur global : HSBC CCF Chefs de file et teneurs de livres du placement global garanti : HSBC CCF Lehman Brothers SG Corporate & Investment Banking Chefs de file de l'offre à prix ouvert : HSBC CCF SG Corporate & Investment Banking
Résultats de l'offre Prix retenu Actions demandées Actions offertes à l'OPO Sursouscription Placement	Placement garanti : 41,5 € Offre à prix ouvert : 40,5 € 38 064 980 actions 17 460 317 actions 13 fois après exercice de l'option de surallocation

Source : Note d'opération de APRR visa N° 04-877 et Résultat de l'OPO et PGG N° 2004-3802

Objectifs de l'opération d'IPO : L'ouverture du capital de la société lui permettra d'assurer, de façon autonome, le bon exercice de ses missions de service public et ses développements stratégiques sur le marché des concessions. En outre, l'augmentation de capital améliorera les fonds propres du Groupe, et devrait lui permettre d'accélérer son désendettement et d'accroître sa capacité distributive.

Fiche de synthèse BIOMERIEUX

- Type d'entretien : Entretien téléphonique avec la Secrétaire générale de Biomérieux
- Date d'entretien : 25 mai 2005
- Durée : de 10 heures à 10 h 45
- Enregistrement : Oui

Caractéristiques de l'opération d'introduction en Bourse

Caractéristiques Emetteur Société émettrice Secteur d'activité Nationalité Marché Principaux actionnaires	BIOMERIEUX Chimie Pharmacie Cosmétiques Française Premier marché Accra 58,90 %, GIMD 5 %, Salariés et Calyon 1,4 %
Caractéristiques IPO Date du visa AMF Date de publication BALO Nature de l'offre Fourchette de prix Produit brut de l'offre Actions admises Date de jouissance Date de première cotation Garantie Option de surallocation	18 juin 2004 21 juin 2004 Placement global (placement France et placement privé à l'international), Offre à prix ouvert, Offre réservée aux salariés Placement global et OPO : 26,9 - 31,3 €par action Offre réservée aux salariés : 21,5 - 25,0 €par action Maximum de 290,2 millions €hors exercice de l'option de surallocation Actions existantes de la société : 9 981 104 Actions nouvelles supplémentaires : 1 497 166 Actions nouvelles réservées aux salariés : 731 315 1 ^{er} janvier 2004 6 juillet 2004 Contrat de garantie conclu avec le syndicat bancaire 15 % du nombre d'actions mises à la disposition du marché
Syndicat bancaire IPO	Coordinateur global : Calyon Chefs de file et teneurs de livres du placement garanti : Calyon Goldman Sachs International Chef de file associé et co-chef de file du placement garanti et OPO : Lazard-IXIS Société Générale
Résultats de l'offre Prix retenu Actions demandées Actions offertes à l'OPO Sursouscription Placement	Offre à prix ouvert : 30 € 932 780 actions 932 780 actions 5 fois après exercice de l'option de surallocation

Source : Note d'opération de BIOMERIEUX visa N° 04-612 et Résultat de l'OPO et PGG N° 2004-2325

Objectifs de l'opération d'IPO : Cette opération vise à permettre au groupe Biomérieux, tout en satisfaisant le désir de WENDEL Investissement de céder sa participation dans Biomérieux, la poursuite de son développement en lui donnant accès à de nouveaux moyens de financement de ses activités.

Fiche de synthèse MAROC TELECOM

- Type d'entretien : Entretien téléphonique avec le responsable Communication financière
- Date d'entretien : 27 mai 2005
- Durée : de 18 heures à 18 h 30
- Enregistrement : Oui

Caractéristiques de l'opération d'introduction en Bourse

Caractéristiques Emetteur Société émettrice Secteur d'activité Nationalité Marché Principaux actionnaires	MAROC TELECOM Télécommunication Marocaine Premier marché hors zone euro Vivendi 53 %
Caractéristiques IPO Date du visa AMF Date de publication BALO Nature de l'offre Fourchette de prix Produit brut de l'offre Actions admises Date de jouissance Date de première cotation Garantie Option de surallocation	10 décembre 2004 15 décembre 2004 OPO Maroc, Placement global Maroc et France, Offre salariés Maroc Allocation Maroc : 70 % répartis comme suit : <ul style="list-style-type: none"> ○ Salariés : 3 % du total ○ Personnes physiques et assimilés : 23 % du total ○ Institutionnels : 44 % du total Allocation Place de Paris : 30 % 54,6 - 68,3 Dh (1 € = 11,6 Dh) Maximum de 8 940 millions Dh (1 € = 11,6 Dh) avec exercice de l'option de surallocation 130 985 210 actions 1 ^{er} janvier 2004 10 décembre 2004 Contrat de garantie conclu avec le syndicat bancaire 17 085 027 actions, soit 15 % mises à la disposition du marché marocain
Syndicat bancaire IPO	Coordinateurs globaux, chefs de file et teneurs de livres associés : Merrill Lynch international BNP Paribas Attijarifinances
Résultats de l'offre Prix retenu Actions demandées Actions offertes Sursouscription	6,16 € 130 985 210 actions 21 fois après exercice de l'option de surallocation

Source : Note d'opération de MAROC TELECOM visa N° 04-962 et Résultat de l'OPO et PGG N° 2004-4038

Objectifs de l'opération d'IPO : L'opération de cotation à Paris consiste pour l'entreprise à attirer les grands investisseurs internationaux, obtenir la meilleure valorisation de la société par l'effet d'une demande plus large, faciliter les prochaines cessions et promouvoir l'image du Maroc à l'international.

Fiche de synthèse OXBOW

- Type d'entretien : Entretien téléphonique avec le Directeur financier
- Date d'entretien : 2 mai 2005
- Durée : de 11 heures à 11 h 40
- Enregistrement : Oui

Caractéristiques de l'opération d'introduction en Bourse

Caractéristiques Emetteur Société émettrice Secteur d'activité Nationalité Marché Principaux actionnaires	OXBOW Equipement de loisir Française Second marché Groupe Lafuma 100 %
Caractéristiques IPO Date du visa AMF Date de publication BALO Nature de l'offre Fourchette de prix Produit brut de l'offre Actions admises Date de jouissance Date de première cotation Garantie Option de surallocation	11 juin 2004 23 juin 2004 Placement global en France et à l'étranger, Offre à prix ouvert, Offre aux salariés Placement global : 8,6 - 9,8 €par action Offre à prix ouvert : 8,6 - 9,8 €par action 12 880 000 € Actions existantes : 2 382 317 actions Actions nouvelles : 1400 000 1 ^{er} janvier 2004 12 juillet 2004 Contrat de garantie conclu avec le syndicat bancaire Pas de clause de surallocation
Syndicat bancaire IPO	Co-chef de file et teneur de livres : Aurel Leven Co-chef de file et teneur de livres garant : Fortis Co-introducteur, centralisateur garant : Banque San Paolo
Résultats de l'offre Prix retenu Actions demandées à l'OPO Actions offertes à l'OPO	Offre à prix ouvert et placement global : 8,60 € 485 662 actions 280 000 actions

Source : Note d'opération d'OXBOW visa N° LO4-111 et Résultat de l'OPO N° 2004-2060

Objectifs de l'opération d'IPO : Les objectifs de l'opération sont de contribuer au développement du Groupe, avec une stratégie qui repose sur l'élargissement de son offre produit vers de nouvelles lignes de vêtements et accessoires, notamment à destination de la clientèle féminine, sur le développement du réseau de distribution en France et à l'international. Il s'agira également pour l'émetteur d'accélérer son désendettement afin d'alléger le poids de la dette.

Fiche de synthèse PAGES JAUNES

- Type d'entretien : Entretien téléphonique avec le responsable Direction financière et Trésorerie de France Télécom
- Date d'entretien : 18 mai 2005
- Durée : de 18 heures à 18 h 30
- Enregistrement : Oui

Caractéristiques de l'opération d'introduction en Bourse

Caractéristiques Emetteur Société émettrice Secteur d'activité Nationalité Marché Principaux actionnaires	PAGES JAUNES Communication Média Multimédias Française Premier marché France Télécom 54 %, Salariés 1,70 %
Caractéristiques IPO Date du visa AMF Date de publication BALO Nature de l'offre Fourchette de prix Produit brut de l'offre Actions admises Date de jouissance Date de première cotation Garantie Option de surallocation	21 juin 2004 23 juin 2004 Placement global (placement France et placement privé à l'international), Offre à prix ouvert, Offre aux salariés Placement global : 13,2 - 15,2 €par action Offre à prix ouvert : 12,9 - 14,9 €par action Maximum de 1 660 millions €hors exercice de l'option de surallocation Actions existantes de la société : 274 050 000 Actions nouvelles réservées aux salariés : 9 591 750 1 ^{er} janvier 2004 7 juillet 2004 Contrat de garantie conclu avec le syndicat bancaire 15 % du nombre d'actions mises à la disposition du marché
Syndicat bancaire IPO	Coordinateurs globaux / teneurs de livres associés Placement global et OPO : ABN AMRO BNP Paribas Calyon Lehman Brothers Morgan Stanley Chefs de file associés : Citigroup Goldman Sachs International Lazard Ixis SG Corporate Co-chef de file et conseil financier : Dresdner Kleinwort Wasserstein
Résultats de l'offre Prix retenu Actions demandées Actions offertes à l'OPO Sursouscription Placement	Offre à prix ouvert : 14,4 € Placement garanti : 14,4 € 52 825 115 actions 48 000 000 actions 5 fois après exercice de l'option de surallocation

Source : Note d'opération de PAGES JAUNES visa N° 04-614 et Résultat de l'OPO et PGG N° 2004-2362

Objectifs de l'opération d'IPO : Lors de l'Offre Publique Mixte, France Télécom avait déclaré son intention de procéder à une demande d'introduction sur le Premier marché d'Euronext Paris de la société. L'opération d'introduction en Bourse de la Société a pour objectif de lui permettre d'accroître sa flexibilité opérationnelle et financière.

Fiche de synthèse SANEF

- Type d'entretien : Entretien téléphonique avec le Directeur financier de la SANEF
- Date d'entretien : 22 avril 2005
- Durée : de 17 heures à 17 h 45
- Enregistrement : Oui

Caractéristiques de l'opération d'introduction en Bourse

Caractéristiques Emetteur Société émettrice Secteur d'activité Nationalité Marché Principaux actionnaires	SANEF Environnement et services aux collectivités Française Premier marché Etat français 49,79 %, Autoroutes de France 49,79%
Caractéristiques IPO Date du visa AMF Date de publication BALO Nature de l'offre Fourchette de prix Produit brut de l'offre Actions admises Date de jouissance Date de première cotation Garantie Option de surallocation	9 mars 2005 11 mars 2005 Placement global garanti, Offre à prix ouvert, Offre réservée aux salariés Placement global : 36 - 41 €par action Offre à prix ouvert : 35 - 40 €par action Offre réservée aux salariés : 28 - 32 €par action Maximum de 837,2 millions €hors exercice de l'option de surallocation Actions existantes : 69 734 126 Actions nouvelles : 23 920 265 Actions nouvelles supplémentaires : 1 744 186 Actions nouvelles réservées aux salariés : 1 785 714 1 ^{er} janvier 2005 23 mars 2005 Contrat de garantie conclu avec le syndicat bancaire 7,5 % du nombre d'actions mises à la disposition du marché
Syndicat bancaire IPO	Coordinateur global : HSBC CCF Chefs de file et teneurs de livres du placement global garanti : HSBC CCF BNP PARIBAS UBS Investment Bank Chefs de file de l'offre à prix ouvert : HSBC CCF BNP PARIBAS
Résultats de l'offre Prix retenu Actions demandées Actions offertes à l'OPO Sursouscription Placement	Placement garanti : 41 € Offre à prix ouvert : 40 € 50 583 235 actions 12 237 330 actions 14 fois après exercice de l'option de surallocation

Source : Note d'opération de SANEF visa N° 05-136 et Résultat de l'OPO et PGG N° 2005-1180

Objectifs de l'opération d'IPO : L'ouverture du capital de la société lui permet d'assurer, de façon autonome, le bon exercice de ses missions de service public et ses développements stratégiques sur le marché des concessions. En outre, l'augmentation de capital améliorera les fonds propres du Groupe et devrait lui permettre d'accélérer son désendettement et d'accroître sa capacité distributive.

Fiche de synthèse SMTPC

- Type d'entretien : Entretien téléphonique avec le Président du conseil d'administration
- Date d'entretien : 17 mai 2005
- Durée : de 17 heures à 18 heures
- Enregistrement : Oui

Caractéristiques de l'opération d'introduction en Bourse

Caractéristiques Emetteur Société émettrice Secteur d'activité Nationalité Marché Principaux actionnaires	Société Marseillaise du Tunnel Prado-Carénage Services de transport Française Second marché Vinci Actionnaires 27 %, Eiffage 21 %, Prado Finances 5 %
Caractéristiques IPO Date du visa AMF Date de publication BALO Nature de l'offre Fourchette de prix Produit brut de l'offre Actions admises Date de jouissance Date de première cotation Garantie Option de surallocation	30 juin 2004 5 juillet 2004 Placement global (placement public France et privé à l'international) Offre à prix ouvert Placement global et OPO : 73 - 77 €/par action Maximum de 7,3 millions € Actions existantes de la société : 543 125 actions Actions cédées : 94 485 actions 1 ^{er} janvier 2004 12 juillet 2004 Pas de clauses de garantie prévues Pas de clause de surallocation
Syndicat bancaire IPO	Introduceur chef de file : Crédit du Nord Prestataire de services d'investissement en charge du placement : Gilbert Dupont
Résultats de l'offre Prix retenu Actions demandées Actions offertes à l'OPO Sursouscription Placement	Placement garanti et offre à prix ouvert : 77 € 96 647 actions 18 897 actions 7 fois après exercice de l'option de surallocation

Source : Note d'opération de SMTPC visa N° 04-644 et Résultat de l'OPO et PGG N° 2004-2247

Objectifs de l'opération d'IPO : L'introduction des actions de SMTPC fait suite à l'engagement pris lors de l'émission le 13 décembre 1990 des Titres Subordonnés Convertibles en Actions. La cotation permet de faire bénéficier les actionnaires actuels et futurs de la société des protections et des garanties offertes par un marché réglementé.

Fiche de synthèse 123 Multimédia

- Type d'entretien : Entretien téléphonique avec le responsable Actionnaires
- Date d'entretien : 2 mai 2005
- Durée : de 11 heures à 11 h 40
- Enregistrement : Oui

Caractéristiques de l'opération d'introduction en Bourse

Caractéristiques Emetteur Société émettrice Secteur d'activité Nationalité Marché Principaux actionnaires	123 Multimédia Communication Média Multimédias Française Second marché Index Europe 50,10 %, G5 Holding 20,05 %
Caractéristiques IPO Date du visa AMF Date de publication BALO Nature de l'offre Fourchette de prix Produit brut de l'offre Actions admises Date de jouissance Date de première cotation Garantie Option de surallocation	1 ^{er} décembre 2004 3 décembre 2004 Placement global (placement France et placement privé à l'international), Offre à prix ouvert Placement global et OPO : 30 - 34,9 €par action Maximum de 47,1 millions €avec exercice de l'option de surallocation Actions existantes de la société : 164 836 Actions nouvelles : 1 272 264 1 ^{er} janvier 2004 13 décembre 2004 Contrat de garantie conclu avec le syndicat bancaire 15 % du nombre d'actions mises à la disposition du marché
Syndicat bancaire IPO	Chefs de file et teneur de livres : Crédit Suisse First Boston Chef de file associé : Société Générale
Résultats de l'offre Prix retenu Actions demandées Actions offertes à l'OPO Sursouscription Placement	Offre à prix ouvert : 34 € 880 874 actions 143 710 actions 10 fois après exercice de l'option de surallocation

Source : Note d'opération de 123 Multimédia visa N° 04-941 et Résultat de l'OPO et PGG N° 2004-3915

Objectifs de l'opération d'IPO : L'opération d'introduction en Bourse de la société a pour objectif de financer sa stratégie de développement en lui permettant notamment d'accroître sa flexibilité financière. Les fonds qui seront levés par la société sont destinés à être utilisés afin de soutenir sa croissance organique (contribuant essentiellement au financement du besoin en fonds de roulement) et de mettre en œuvre une stratégie de croissance externe au cours de la prochaine année sur des marchés où elle est encore peu présente ou sur de nouveaux marchés.

Annexe 1.8 : Grille de lecture des entretiens avec nos interviewés

	Les entreprises émettrices
<u>123 MULTIMEDIA</u>	
Le marché des mandats d'IPO	<p>« Le marché français n'est certainement pas de manière globale le plus dynamique ni le plus créatif, ni le plus courageux. Il ne faut pas se voiler la face, le marché des IPO est représenté par celui de New York et celui de Londres. »</p> <p>« Les banques chefs de file françaises sont assez présentes, elles sont dans une position assez forte et sont assez inévitables sur le marché français. La preuve, c'est que nous avons pris une banque française en tant que <i>joint manager</i>. Les banques françaises sont compétentes et ont très certainement mérité leur situation ultra-dominante. Les banques anglo-saxonnes sont plus concurrentielles et sont de tailles très différentes par rapport aux banques européennes. Elles sont beaucoup plus actives et dynamiques. Si vous prenez des banques comme Morgan Stanley, le turnover au niveau des effectifs, favorisé par la législation en vigueur, fait que lorsque les marchés sont en crise, elles licencient à tour de bras tandis que, lorsqu'ils ne le sont pas, elles embauchent. Ces banques ont des contraintes en termes de structure de frais qui sont élevées, donc il y a une forte pression commerciale et concurrentielle... Ce sont de gros mastodontes qui ont un besoin élevé en termes d'opérations d'émission, ce qui accroît leur agressivité commerciale... Ces banques sont assez visionnaires, elles se positionnent sur des secteurs en devenir qui disposent de perspectives à long terme et sont moins regardantes sur la taille de l'opération. Ceci étant, elles participent aussi à des opérations rentables afin de rentrer dans leurs frais. »</p>
La raison d'introduction en Bourse	<p>« L'introduction sur le Second Marché était délibérée, il s'agissait d'une décision du groupe parce qu'il y avait sur ce marché une grande phase d'accélération et de consolidation. Pour saisir les opportunités qui se présentent dans un secteur en forte croissance, nous avons pensé qu'il était judicieux de lever des fonds. Nous n'avons pas de désir de notoriété par rapport à la communauté des investisseurs, notre seul objectif était de se donner des moyens d'expansion organique mais aussi des moyens d'acquisition. La notoriété était plutôt un effet induit qu'un but premier. »</p>
Le choix d'une banque chef de file	<p>« Nous avons été démarché au tout début par Crédit Suisse First Boston. Ils nous ont expliqué qu'il y avait une opportunité de concrétiser cette opération pendant cette période. Nous avons choisi cette banque en raison de sa réputation puisque elle a la meilleure réputation sur le marché... C'est une des plus grosses banques sur ce secteur d'activité. Ensuite, il y a aussi dans toute aventure le facteur humain qui entre en compte et les managers de CSFB qui se sont occupés de notre dossier sont des professionnels. Ils ont très bien assimilé notre activité, nos besoins et contraintes et ont globalement fourni un service très satisfaisant. CSFB fait partie des trois ou quatre banques les plus réputées sur la place. Il s'agissait pour nous d'une levée de 50 millions d'euros, ce qui, à l'échelle de la Bourse et de ce type de banque, ne constitue pas une opération de grande taille. »</p> <p>« Les critères qui qualifient une banque de bonne réputation sont sa taille, ses introductions ou opérations réalisées, ses références sur les sociétés qu'elle a introduites, les opérations de fusion et acquisition qu'elle a menées à bout, sa couverture au niveau de l'analyse des investisseurs qu'elle connaît, sa capacité à présenter les bons investisseurs, à bien les sélectionner en fonction de l'offre et de la société. Après, bien sûr, il y a le facteur humain. Vous pouvez avoir la meilleure banque qui soit, si la personne que vous avez en face ne convient pas, c'est forcément beaucoup plus délicat. »</p>

<p>Le choix des membres du syndicat bancaire</p>	<p>« Le choix des autres banques du syndicat a été décidé par CSFB car nous leur avons fait totalement confiance. Elle a choisi ces banques sur la qualité des rapports qu'elle entretenait avec elles mais également en tenant compte de leurs complémentarités. Plusieurs critères sont pris en compte tels que la nationalité de l'investisseur, sa taille, sa spécialisation, etc. C'est dans ce sens que Société Générale a été sélectionnée. CSFB est une banque internationale, implantée dans les pays anglo-saxons et Société Générale a une très forte emprise sur le marché français. »</p>
<p>Le rôle d'une banque chef de file</p>	<p>« CSFB avait un rôle très large puisqu'ils nous ont vraiment accompagnés tout au long du processus d'introduction en Bourse. L'univers des IPO était totalement nouveau pour le management, présentant beaucoup de contraintes, une communication financière nouvelle avec les actionnaires et les investisseurs. La banque d'affaires nous a donc permis de voir notre activité sous l'angle des investisseurs potentiels, ce qui est en soi une approche totalement différente de la communication habituelle entretenue avec notre public, nos partenaires commerciaux. »</p> <p>« Le rôle d'une banque chef de file va de la structuration de l'offre jusqu'au travail de présentation, l'organisation du <i>road show</i>, la quête d'investisseurs potentiels, l'organisation des rendez-vous, etc. Nous avons réalisé un <i>road show</i> international avec un gros parcours, et à tous les niveaux, cette banque nous a accompagnés, conseillés et aidés. »</p> <p>« L'équipe de CSFB a toujours été très présente, puisque nous avons eu des délais assez courts. Ils nous ont donc parfois bousculés au bon sens du terme et nous les remercions. Sans eux, nous n'aurions jamais été prêts à l'instant t. La personne qui était en charge du dossier était très compétente, elle s'est très bien entendue avec les managers impliqués, ce qui fait que la réussite de cette IPO est aussi due à la qualité des rapports humains. »</p>
<p>Le rôle des autres membres du syndicat</p>	<p>« Les autres membres du syndicat avaient un rôle essentiellement de placement des titres. Comme vous devez le savoir, l'analyse est indépendante du <i>front office</i> dans ces banques. Nous étions couverts par un analyste SG et un analyste CSFB et il n'y avait pas d'échange avec ces personnes en dehors de ce qui est autorisé par les autorités de régulation. Et il n'y a certainement pas d'échange intra-banques entre les différentes équipes puisque cela est interdit. »</p>
<p>La négociation entre l'émetteur et la banque chef de file</p>	<p>« Il y a eu bien sûr des divergences, des points de vue différents. C'est de la discussion et de la confrontation des opinions que naissent les projets, mais jamais des points de rupture. L'offre a été sursouscrite entre 9 et 10 fois. Il n'y avait plus de limitation de prix, nous aurions donc pu fixer un prix d'offre tout en haut de la fourchette. Au contraire, nous avons décidé de nous mettre en milieu de fourchette pour laisser une marge. Il est clair que nous avons besoin de lever des fonds, donc plus le prix d'offre était élevé, plus les actionnaires étaient ravis. Mais la banque nous a bien fait comprendre qu'il fallait laisser une marge de manœuvre aux investisseurs pour qu'ils soient satisfaits, qu'ils nous suivent dans le long terme et qu'ils ne spéculent pas sur le titre. C'est l'expérience du chef de file qui nous a convaincus, il s'agissait en quelque sorte pour nous d'une prime d'émission. Si nous voulons fidéliser les investisseurs sur le long terme, il nous faut les intéresser par une décote dès les premiers jours de cotation. »</p> <p>« Il n'y a pas eu de négociation sur les commissions à verser aux banques parce qu'elles ont été fixées lors du choix des membres du syndicat. Il est clair que vous avez toujours la possibilité de verser un pourcentage additionnel correspondant à votre degré de satisfaction, ce que l'on peut appeler le bonus de satisfaction. »</p>

<p>Fixation du prix d'offre</p>	<p>« Le prix d'offre est né de la discussion entre les différents intervenants. Le prix proposé correspondait totalement à nos attentes et aux objectifs que l'on s'était fixés avant l'introduction en Bourse. Pour ce qui est de la fixation de la fourchette, cela dépend forcément des rapports des analystes et de leurs recommandations. Le rôle de l'analyste est prépondérant car, lorsque celui-ci donne son opinion sur la valeur fondamentale de l'entreprise, vous devez en tenir compte lorsque vous fixez le prix et cela est indépendant de la banque. Ni la banque ni l'entreprise n'ont d'influence sur la valorisation de l'entreprise effectuée par les analystes. »</p>
<p>Coût de l'opération</p>	<p>« Il y avait, comme dans toute introduction en Bourse, trois types de commission, à savoir la commission de direction pour le chef de file, et les commissions de placement et de garantie pour le syndicat bancaire. En matière de reporting et de réorganisation des activités, la pré-introduction génère des frais importants. Les besoins d'une société cotée sont bien plus importants. Vous devez donc faire face à de nouveaux frais en matière de communication, notamment financière. A côté de ces frais, vous avez les frais indirects, à savoir les frais de déplacement de l'équipe, mais ce qui est le plus difficile à quantifier est le coût de mobilisation du management dans ce processus. En effet, la période pendant laquelle le management est impliqué dans le processus d'introduction en Bourse a un impact certain sur l'activité de l'entreprise. Ajoutez à cela les frais de logistique et les frais des avocats que vous devez payer, que l'opération d'émission soit réussie ou non. »</p>
<p><u>SANEF</u></p> <p>La raison d'introduction en Bourse</p>	<p>« Il faut savoir que notre actionnaire principal est l'Etat. Ce dernier pilote ce genre d'opération. Même si le management s'exprime sur ses besoins d'investissement et de développement, la décision finale revient à l'Etat. Il y a eu un arbitrage assez serré entre ce que souhaitait la Direction du budget au sein de ministère de l'Economie et ce que souhaitait la Direction des routes au sein du ministère des Transports... La condition <i>sine qua non</i> pour s'introduire en Bourse est d'avoir un groupe solide du point de vue de ses fondamentaux. Une entreprise déficitaire ne peut s'introduire. Nous n'avons pas de désir de notoriété car le réseau d'autoroutes français s'est construit de très belle manière dans les décennies passées. La levée de fonds nous a permis de désendetter le groupe et d'avoir une structure financière saine pour pouvoir justement financer notre programme d'investissement et distribuer 85 % de nos résultats. »</p>
<p>Le choix d'une banque chef de file</p>	<p>« Il y a d'abord la banque conseil de l'Etat, en l'occurrence HSBC. Je ne pourrais vous dire sur quels critères elle a été choisie. La banque s'était chargée auparavant d'introduire APRR, et est présente dans plusieurs participations. Puis vous avez les banques qui sont retenues par l'entreprise. Nous les avons choisies sur la base de leurs convictions au moment de leur présentation orale mais également sur la base des dossiers écrits. Cela nous a permis de connaître la banque plus motivée que les autres. Nous avons tenu compte aussi de la qualité des personnes qui font partie de ces banques d'affaires, ce qui donne plus ou moins confiance. Les critères sont à la fois objectifs et subjectifs finalement. Après, bien sûr, il y a la réputation des banques, leur classement au niveau des placements. »</p> <p>« Nous n'avons pas eu de relations historiques avec ces banques. Dès que l'Etat a manifesté son souhait d'introduire un jour ou l'autre les sociétés d'autoroute, toutes les banques se sont positionnées en amont. Elles ont démarché les dirigeants de la SANEF de l'époque et ont fait valoir leurs atouts. »</p> <p>« Toutes les banques ont en gros de bons techniciens et personne ne dit d'idioties, mais il y a le petit plus qui est subjectif, à savoir le conseil de haut niveau donné au bon moment. »</p>

Le choix des membres du syndicat	« Pour les autres membres du syndicat qui ont effectué le placement des titres, nous avons choisi nos deux banques conseils UBS et BNP. Puis les autres banques ont été choisies selon l'historique des bonnes relations entre l'Etat et ces banques, sur la base des ouvertures de capital précédentes. L'Etat a son <i>benchmark</i> personnel et l'arbitrage qui est fait pour le choix de telle ou telle banque nous échappe totalement. Même si, officiellement, c'est la SANEF qui choisit les autres membres du syndicat, il est certain que c'est notre actionnaire principal qui le fait. »
Le rôle d'une banque chef de file	« Le rôle d'une banque chef de file est de coordonner la procédure d'introduction en Bourse. Cela s'est traduit dans notre cas par une réunion hebdomadaire d'une heure avec la direction du Trésor, l'ensemble des banques, des cabinets d'avocat, etc. C'est une réunion de coordination avec plus de cinquante personnes, de points d'avancement des différents chantiers juridiques, de documentation, l'arrêté des comptes, les chantiers de relation avec l'AMF, avec Euronext, l'offre aux salariés, la communication... La mission du banquier s'est arrêtée au moment de la réunion avec les analystes. »
Le rôle des autres membres du syndicat	« Les autres membres du syndicat avaient uniquement un rôle de placement des actions. Les banques qui ont vraiment travaillé sur l'évaluation, l'organisation, les <i>road shows</i> sont UBS, BNP et HSBC. »
La négociation entre l'émetteur et la banque chef de file	« Il peut y avoir des points techniques qui soulèvent des débats mais c'est très marginal. Il y a nécessairement un conflit d'intérêts entre ce que souhaite le management et ce que souhaite l'actionnaire au niveau de l'évaluation du prix d'offre. Comme vous le savez, le management désire que l'opération d'introduction en Bourse soit un succès. Il a envie d'une belle courbe de progression du cours, autrement dit, il n'a pas envie d'être dans la fourchette haute pour ne pas avoir à se justifier par la suite sur la stagnation ou la baisse du cours. L'actionnaire, quant à lui, a envie de lever le plus d'argent, et donc que le prix d'offre soit le plus haut possible. Un autre critère intervient dans le débat : la Commission des privatisations et transferts, qui est un organisme sous tutelle de l'Etat, est composée de personnes de très haute qualité, tous retraités mais qui ont été dirigeants d'entreprise, de banques, etc. Il s'agit d'une commission qui a un rôle consultatif et qui se prononce sur la valeur minimum de la société. Il y a donc à la base des conflits d'intérêts mais tout cela aboutit naturellement à un consensus. »
Fixation du prix d'offre	« Le calcul de la valorisation constitue sans aucun doute l'essentiel de la difficulté de l'opération : il s'agissait pour nous de convaincre la CPT que le prix d'introduction était suffisamment haut, tout en convainquant les analystes que le prix n'était pas trop élevé et qu'il pouvait bénéficier d'un important potentiel de hausse. » « Nous n'avons pas fait appel à une société d'audit ou de conseil pour évaluer la valeur de l'entreprise ou la valeur proposée par les banques. Nous avons nos propres outils d'évaluation interne, et ce sont les trois banques sélectionnées qui ont débattu en interne sur la valeur de la société. Nous avons défendu un peu ces arguments, donc nous avons recherché un consensus sur le <i>business plan</i> qui serve de base à l'évaluation interne. Puis nous avons présenté au Trésor nos estimations. »
Les frais financiers	« Les commissions des banques étaient un point de négociation entre l'actionnaire et le syndicat. Nous n'avons pas eu notre mot à dire car l'agence des participations de l'Etat a une longue expérience. » « Les commissions bancaires représentent près des deux tiers du budget consacré à l'introduction en Bourse. Les plus importantes commissions sont versées aux établissements en charge de la distribution des titres auprès des particuliers, le tiers

<p><u>PAGES JAUNES</u></p>	<p>restant est consacré à la communication. Nous avons eu une campagne de communication assez lourde car il a fallu cibler des actionnaires individuels, puis il y a tous les frais d'avocat et les frais de communication annexes... tout cela se situe entre 1 et 2 % . »</p>
<p>La raison d'introduction en Bourse</p>	<p>« Nous avons pensé qu'il s'agissait d'un actif qui pouvait être bien valorisé, mieux valorisé en multiple que France Télécom, et par ailleurs cela s'inscrivait dans le cadre plus large du recentrage de nos activités avec la réintégration de Wanadoo. Il n'y avait pas de recherche de notoriété car la notoriété de Pages Jaunes était déjà établie. »</p>
<p>Le choix d'une banque chef de file</p>	<p>« Nous avons cinq banques chefs de file, quatre pour le placement institutionnel et un chef de file pour le placement auprès des particuliers. Nous avons aussi dans le syndicat quatre <i>joint managers</i> et la banque conseil de Wanadoo. Pour les critères de sélection, France Télécom a des relations avec toutes les banques de la planète, donc il n'y a pas de sélection sur le relationnel. Notre objectif était que la sélection se fasse de manière transparente, il nous fallait choisir les banques qui placent le mieux par opposition aux banques avec lesquelles nous aurions aimé le plus travailler. Il n'y a pas eu de sélection amicale. La sélection s'est faite d'une part sur la compétence des banques par rapport à leurs réalisations sur le marché des IPO, d'autre part sur plusieurs tours. Il s'agit d'un processus assez compliqué : il y a eu une première présélection sur dossier, nous avons fait un appel d'offres et leur avons demandé de nous remettre une première réponse en quelques jours pour voir quelle compréhension ils avaient du secteur et ce qu'ils pensaient pouvoir faire sur le placement. A partir de là, nous avons sélectionné neuf banques et leur avons demandé de réaliser une opération de pré-marketing, d'aller rencontrer un certain nombre d'investisseurs et de revenir vers nous avec des propositions de fourchette de prix pour le placement. A l'issue des retours des investisseurs et du travail qui a été fait au niveau du pré-marketing, nous avons désigné les banques ainsi que leur classement, c'est-à-dire les chefs de file par rapport aux co-chefs de file, etc. La sélection s'est faite en fin de compte en plusieurs phases. »</p> <p>« Pour le système de classements utilisé aux Etats-Unis, je ne vous cache pas que nous n'en sommes pas fans, car nous connaissons le marché et les intervenants, leur valeur à travers les opérations menées précédemment sur le marché des actions. »</p>
<p>Le rôle d'une banque chef de file</p>	<p>« Le rôle d'une banque chef de file consiste principalement à placer les titres de manière optimisée auprès des investisseurs, ce qui nécessite une bonne compréhension du secteur, des investisseurs et bien sûr d'être capable d'accompagner le management dans les <i>road shows</i> aux Etats-Unis et en Europe pour aller vendre le papier aux investisseurs. Il est très important de sentir qu'il y a une équipe prête à vous aider et à vous accompagner auprès de leurs clients. »</p>
<p>La négociation entre l'émetteur et la banque chef de file</p>	<p>« Il n'y a pas eu du tout de divergence entre le banquier et notre management. De toute façon, le système de sélection était fait de telle manière que, par définition, nous avons choisi les banques qui avaient des fourchettes nous paraissant raisonnables, donc il n'y a pas eu de discussion là-dessus. »</p> <p>« Il n'y a pas eu de négociation sur les commissions car aux banques qui ont été sélectionnées, nous avons remis un fascicule mentionnant la structure des commissions qui était détaillée sur cinq pages. Il n'y a donc pas eu de négociation sur les commissions à percevoir. »</p>
<p>Fixation du prix d'offre</p>	<p>« La fixation du prix d'offre s'est faite d'un commun accord entre les quatre banques et notre management. L'arbitrage a eu lieu beaucoup plus entre la partie allouée aux institutionnels et la partie allouée aux particuliers, ce qui par définition</p>

<p>Les frais financiers</p>	<p>n'a pas les mêmes méthodes de fixation de prix. Pour la validation de l'évaluation du banquier, le sujet est un peu plus compliqué, puisque cela s'inscrivait dans le processus de réintégration de Wanadoo. Il y avait donc déjà dans la réintégration de Wanadoo des éléments de valorisation puisqu'on avait fait l'OPE et l'OPA. Des <i>business plans</i> étaient déjà préparés, des valorisations ont été faites et validées par des cabinets divers et variés. Ce ne sont pas les banques qui ont placé qui ont fait l'évaluation. Nous les avons sélectionnées tout à la fin du processus et d'autre part nous avons tous les outils pour faire ce genre de chose. »</p> <p>« Il y avait dans la note d'information une estimation globale de l'enveloppe. Il y a eu trois tranches de frais : une tranche assez fine qui était la rémunération des deux banques conseils qui ont préparé en amont l'introduction en Bourse avant la sélection du syndicat ; ensuite la tranche de rémunération des membres du syndicat où nous avions les commissions de direction, les commissions dites de garantie ainsi que les commissions de placement, cela représentant à peu près 1 à 2 %. Il y avait en résumé une commission fixe et une commission proportionnelle au placement. Très peu de coûts ont été liés à la préparation de l'introduction en Bourse. Nous n'avons pas réorganisé notre activité mais il y a eu un certain nombre de transferts de filiales, de mise à niveau de contrats intra-groupes, ce qui a entraîné des frais non représentatifs par rapport aux coûts des intermédiaires. »</p>
<p><u>APPR</u></p> <p>Le marché des mandats d'IPO</p>	<p>« Les banques françaises sont présentes sur le marché français mais ont du mal à pénétrer les marchés étrangers. Les banques anglo-saxonnes sont très compétentes, elles disposent de personnes compétentes à tous les niveaux et le personnel est relativement bien formé. La fonction de banque d'affaires à la méthode française va être plus basée sur la relation de l'individu et du banquier lui-même, ses relations, son carnet d'adresses. »</p> <p>« En ce qui concerne notre entreprise, nous avons voulu donner la chance à une banque non française de travailler sur notre introduction en Bourse. Nous avons eu beaucoup de réticences de la part du Trésor, bien qu'eux-mêmes aient choisi une banque anglo-saxonne. Nous avons trouvé que les personnes de Lehman Brothers étaient très compétentes et nous avons voulu leur donner une chance, c'est-à-dire que nous les avons mises sur le même pied d'égalité que la Société Générale. Ceci n'a pas été facile vis-à-vis de notre banque française et du Trésor. »</p>
<p>La raison d'introduction en Bourse</p>	<p>« L'introduction en Bourse a été faite en 2004, la décision a été prise en décembre 2003 car les sociétés d'autoroutes ont vocation à devenir indépendantes et à avoir une structure financière suffisamment solide et forte pour pouvoir prétendre à leur indépendance et à leur financement elles-mêmes sur le marché des capitaux. Pour cela, nous avions à l'époque besoin d'une levée de fonds pour permettre un rééquilibrage entre notre part de fonds propres et notre part de dettes. Ainsi, le gouvernement a pris la décision de mettre ces sociétés d'autoroutes sur les marchés, parmi lesquelles APRR et la SANEF. »</p> <p>« Il y avait aussi une logique économique dans le sens où la société avait terminé le financement de ses plus importants investissements. Nous n'avions plus besoin d'une garantie de l'Etat et nous pouvions prétendre nous financer par nous-mêmes. Pour cela, il fallait que nous équilibrions notre situation financière. Et nous sommes aussi un modèle intéressant avec une énorme visibilité, des concessions souvent entre 30 et 60 ans, des <i>cash-flows</i> récurrents en croissance permanente qui nous donnent la possibilité de rembourser nos dettes. Pour les investisseurs, cette opération d'émission était un investissement potentiel intéressant avec un dividende et un résultat net en progression chaque année. »</p>

<p>Le choix d'une banque chef de file</p>	<p>« Nous avons sélectionné Lehman Brothers et la Société Générale. Nous avons choisi Société Générale parce que c'était notre banquier historique. Nous savions que dans l'offre, il y avait une partie institutionnelle et une partie <i>retail</i>, donc nous voulions avoir une banque française et une banque étrangère. La banque française a été un choix facile, leur offre n'était pas aussi compétitive que les autres banques concurrentes, mais c'était elle qui nous suivait depuis longtemps... C'est une grande banque de réseau, ce qui constituait un critère primordial pour nous. »</p> <p>« Nous avons choisi Lehman Brothers car c'est une banque de réputation internationale qui a une forte frappe au niveau institutionnel, mais aussi en raison de leur présentation orale. Ils ont bien compris le <i>business plan</i>, les atouts, les enjeux, les faiblesses et les risques. Ils ont fait une bonne présentation et étaient très disponibles. Le responsable du projet était quelqu'un qui nous connaissait bien, qui connaissait le ministère, le management de la société, ce qui nous a poussé à les choisir. »</p> <p>« Pour la sélection de la banque anglo-saxonne, il y avait plusieurs banques très réputées telle Morgan Stanley. Nous avons fait un appel d'offres pour pouvoir juger de la qualité des équipes et de leur présentation. En faisant ce genre d'exercice, nous nous sommes aperçus que la qualité de l'équipe de Lehman Brothers était supérieure aux autres, donc il y a effectivement un problème de réputation mais aussi un problème de prestations de service. »</p>
<p>Le rôle d'une banque chef de file</p>	<p>« En général, le rôle des banques est de nous aider lors de la phase de pré-introduction, c'est-à-dire établir le <i>business model</i>, de nous aider à structurer l'offre en fonction de ce <i>business model</i> et de nous aider lors du marketing de l'offre. Elle doit être présente à toutes les étapes d'une introduction en Bourse. Comme nous avons sollicité trois banques, nous avons des réunions avec le Trésor, HSBC, Société Générale et Lehman Brothers toutes les semaines avec un point d'avancement du projet hebdomadaire. »</p>
<p>La négociation entre l'émetteur et la banque chef de file</p>	<p>« Chaque fois qu'il y avait des réunions, il y avait des points de vue différents mais le but était de trouver un consensus. Nous avons eu des divergences sur chaque étape du projet mais nous avons trouvé un point de rencontre entre ces avis divergents. A vrai dire, nous avons remarqué des conflits d'intérêts plus prononcés entre HSBC, qui est la banque conseil d'Etat, et nous qu'entre nos conseillers et nous, car ces derniers ont été justement des conseillers du début jusqu'à la fin de l'opération. Ils n'ont pas privilégié leur intérêt respectif avant les nôtres. »</p>
<p>Fixation du prix d'offre</p>	<p>« Concernant la fixation du prix d'offre, il y a eu des divergences entre HSBC et nous, dans la mesure où l'Etat protège l'intérêt patrimonial national. Nous avons eu des discussions acharnées à propos de la fixation du prix d'offre à l'intérieur de la fourchette de prix. Il faut quand même rendre hommage à notre management qui s'est battu pour que le prix d'offre soit juste et qu'il permette aux particuliers de réaliser une plus-value sur les titres dès la cotation. »</p> <p>« Le prix d'offre n'a pas été fixé par le coordinateur global, il s'agissait d'un consensus des trois banques, de la société et du Trésor. Il y a eu une négociation entre ces trois acteurs pour parvenir à un prix d'offre juste et équitable pour tous. La banque chef de file ne nous a rien imposé, même si généralement les banques aiment se targuer d'avoir fixé elles-mêmes les prix d'offre, le prix a été fixé à la suite d'un consensus global. »</p>
<p>Les frais financiers</p>	<p>« Il y a eu une négociation sur le montant des commissions au niveau des contrats de syndication. Tous les contrats sont négociés, il y a une partie qui concerne la structuration de l'offre, la part de titres destinée aux particuliers, aux institutionnels, les avantages accordés aux particuliers notamment la décote... Cela a été plutôt des discussions que des négociations. »</p>

<p><u>SMTPC</u></p> <p>La raison d'introduction en Bourse</p> <p>Le choix d'une banque chef de file</p>	<p>« Je trouve qu'il n'y a pas de relation positive entre la réputation et les commissions facturées par les banques. Si vous comparez HSBC et Natexis, indirectement les commissions facturés sont différentes mais directement non. La commission de direction est appliquée en fonction d'un barème de placement qui est alloué avant l'opération : si par exemple HSBC place 40 % des titres, forcément elle aura une commission supérieure à une banque qui ne place que 10 %. Pour les banques chefs de file, le taux appliqué est le même pour tout le monde, ce qui a permis à certains d'avoir des commissions plus importantes que d'autres. Les commissions dépendent du pourcentage d'allocation obtenu mais l'allocation ne se fait pas en fonction de la réputation. En général, le taux appliqué est le même mais c'est le pourcentage d'allocation qui est attribué en fonction de la réputation du chef de file. »</p> <p>« Il y a un coût indirect lié à la préparation de l'introduction, mais nous en tirons les bénéfices aujourd'hui. Si nous investissons beaucoup plus lors de la phase de pré-introduction pour nous mettre à des normes plus restrictives et plus limitatives, c'est pour ensuite avoir une meilleure organisation et un meilleur fonctionnement. Au final, nous avons des gains d'efficacité et de productivité... Ces coûts-là, nous ne pouvons pas les mesurer, ils sont difficilement quantifiables et généralement neutres. »</p> <p>« Pour les coûts directement liés à une introduction en Bourse, les frais représentent en moyenne généralement 10 % du coût d'une opération. Dans notre cas, c'était beaucoup moins car l'Etat était notre actionnaire et comme il prévoyait plusieurs opérations d'émission durant l'année, il était en mesure d'avoir un pouvoir de négociation, des conditions intéressantes avec l'ensemble de ses prestataires. Nous étions largement en dessous des 10 %. Il y avait les commissions des banques, les commissions de placement et les commissions de vente. La commission bancaire totale représentait autour de 50 % du total des frais. »</p> <p>« En général, les entreprises s'introduisent en Bourse pour lever des fonds, afin d'investir, de se développer, etc. Dans notre cas, nous sommes entrés en Bourse sans augmentation de capital. Au moment du lancement de ce projet en 1990, nous avons émis des obligations convertibles et ces obligations avaient fait l'objet d'un placement public. Comme nous ne nous étions engagés qu'au moment où la conversion était possible, il n'y avait pas de raison que les gens qui avaient un papier négociable se retrouvent dans une société fermée, donc nous avons pris l'engagement de coter les actions à ce moment-là. Ainsi, nous pouvions convertir à partir de 1996 mais la situation de la société n'était pas bonne, ce qui nous a amenés à considérer qu'une opération d'émission en 1996 était complètement aberrante. Nous avons donc demandé à différer cette introduction en Bourse jusqu'au moment où cela était opportun pour les investisseurs. »</p> <p>« Dans notre conseil d'administration, nous avons plusieurs banques. Nous avons donc consulté Calyon, Lyonnaise de Banque et Crédit du Nord. Nous avons avec celles-ci de bonnes relations bancaires et un suivi depuis l'origine du projet, donc il était normal que je les consulte. Enfin, sur les trois banques, il fallait bien en sélectionner une. La meilleure offre était proposée par Crédit du Nord. J'ai trouvé leur proposition très intéressante et je dois dire qu'ils ont fait un excellent travail. Même s'il y a une notion d'image dans tout cela, les entreprises comme APRR ET SANEF cherchaient à lever le maximum de fonds possibles. Pour ma part, ma seule contrainte était de faire en sorte que cette opération soit un succès, que je respecte mes engagements ainsi que ceux des actionnaires. Il faut reconnaître que Calyon s'intéresse aux grandes introductions, et non pas aux petites introductions en Bourse comme la nôtre. D'ailleurs, leur prix était en conséquence et leur offre n'était pas du tout adéquate, elle était quatre fois plus chère que les autres, je veux dire au niveau des commissions bien sûr. »</p>
--	--

<p>Le rôle d'une banque chef de file</p>	<p>« J'attendais de la banque une aide globale, du conseil. Je voulais qu'elle fasse même un peu plus que ce qu'elle fait lorsqu'elle travaille avec des sociétés qui ont des moyens internes importants. C'est ce que j'ai demandé au Crédit du Nord et il faut reconnaître qu'ils se sont bien adaptés à ma demande. Ils se sont occupés de l'ensemble des phases d'émission car je ne voulais pas faire appel à des avocats, à des spécialistes car cela représente un coût. Je voulais que cette opération soit simple et non coûteuse, je pense que mes objectifs étaient donc atteints de ce point de vue. »</p>
<p>La négociation entre l'émetteur et la banque chef de file</p>	<p>« Dans une introduction en Bourse, le prix d'offre est toujours faible pour l'émetteur et toujours trop élevé pour l'investisseur. Si nous plaçons à cent euros, il n'est pas sûr que l'on ait autant d'acheteurs. Ce que m'ont appris ces banquiers, c'est qu'en fixant un prix trop élevé, cela impacterait négativement l'image de l'entreprise au niveau du marché car il n'y a rien de pire que d'avoir du mal à placer un titre ou de le voir baisser. »</p> <p>« Il n'y avait pas de divergence entre nous et le chef de file, ni sur la détermination de la période d'introduction, ni sur le prix d'offre. Nous n'avions eu aucun point de négociation car ils n'avaient pas grand-chose à me révéler. Vous savez, dans une société comme celle-ci, nous n'avons rien à cacher, les comptes sont ce qu'ils sont, les perspectives sont fixées par moi-même et nous avons un modèle établi sur une durée de vie limitée et qui se termine en 2025. La seule divergence que nous avons eue à un moment, c'est la valorisation faite par Gilbert Dupont qui a inquiété certains actionnaires, ces derniers demandant à ce que la société de Bourse revoie sa copie. C'est ainsi que nous sommes passés d'une valorisation initiale de 65 euros à une fourchette de prix fixée entre 73 et 77 euros. Lors de notre dernière réunion à Euronext, nous avons décidé avec la banque et la société de Bourse de fixer le prix d'introduction à 77 euros. »</p>
<p>Coût de l'opération</p>	<p>« Le coût fait partie des éléments de choix. La réputation est primordiale, après vous avez le prix. Dans notre cas, nous avons choisi la banque qui coûtait le moins cher. Il n'y avait pas de grosse différence entre les deux banques françaises, soit 20 000 euros. Par contre, Calyon était plus chère car elle est plus réputée. »</p> <p>« Les commissions de direction et de placement ont été versées à Crédit du Nord. Ces frais dépendent de notre campagne de communication. On nous a recommandé de s'attacher les services d'un cabinet spécialisé mais nous avons privilégié des réunions <i>one-to-one</i>. En tout, les frais représentaient 2,5 % de la taille de l'offre. »</p>
<p><u>BIOMERIEUX</u></p>	
<p>La raison d'introduction en Bourse</p>	<p>« La société est détenue par un actionnaire majoritaire familial avec la présence d'actionnaires minoritaires qui accompagnaient la société depuis un certain nombre d'années. L'un de ces actionnaires a souhaité se retirer après quinze années de présence. L'introduction en Bourse était donc une des options envisagées pour que cet actionnaire puisse sortir du tour de table. Il y avait un désir de notoriété puisque nous sommes dans un secteur où tous les concurrents sont cotés aux Etats-Unis et aussi un désir d'accès au marché financier pour le développement de la société. »</p>
<p>Déroulement de la procédure d'introduction</p>	<p>« Une fois que nous avons choisi l'option d'introduction en Bourse, nous avons sélectionné notre syndicat bancaire qui nous a présenté la façon dont il voulait s'organiser. Il y a eu des phases d'évaluation puis la préparation d'une communication financière, la rencontre des analystes qui ont élaboré une série de notes d'analyse, la fixation d'une fourchette de prix lors du <i>road show</i> et enfin la fixation du prix d'offre. »</p>
<p>Choix de la banque chef de file</p>	<p>« Biomérieux était sollicité en permanence par des banques. Toutefois, au moment du choix effectif, nous avons réalisé un appel d'offres un peu ramassé puisque nous</p>

	<p>avons sélectionné des banques qui nous paraissaient proposer des offres intéressantes, mais également des banquiers historiques. Ce genre d'opération est très rémunérateur pour la banque, c'était donc l'occasion de rémunérer, dans des conditions de qualité de prestations, la fidélité de certains de nos banquiers. »</p> <p>« Les deux chefs de file étaient Calyon et Goldman Sachs. Les banques assignées au placement étaient Société Générale et CDC Ixis. Des banques ont également placé des parts de titres plus faibles mais n'avaient pas de rôle particulier. Les deux banques chefs de file étaient en charge des investisseurs institutionnels. Il y avait une configuration particulière : un actionnaire majoritaire qui était manager de la société, et un actionnaire sortant. Il y a eu donc aussi une négociation avec l'actionnaire sortant sur le choix des banques chefs de file qui allaient proposer des prestations convenables. Calyon était le choix de l'actionnaire majoritaire, Goldman Sachs était le choix de l'actionnaire vendeur. Ce sont des banques réputées car, dans ce genre d'opérations, vous devez prendre les banques les plus connues. Elles sont présentes dans la majorité des opérations d'émission. Lors de présentations orales, ils vous montrent leur classement dans les <i>league tables</i>, témoin de leurs réalisations en termes de volume d'introductions en Bourse, de parts de marché, etc. Cependant, parmi les autres critères de sélection, nous pouvons distinguer également la nature de la prestation et le coût de l'opération d'émission. »</p> <p>« Toutes les phases de l'opération ont été suivies par les banques chefs de file. Les autres membres du syndicat ont participé de manière marginale aux <i>due diligences</i> et ont signé le contrat de garantie et de placement. Enfin, il y avait dans le syndicat des banques qui n'ont fait que du placement. »</p>
Rôle chef de file	<p>« Le chef de file a pour rôle d'être, vis-à-vis des investisseurs et des régulateurs de marché, le garant <i>in fine</i> du succès de l'opération d'introduction en Bourse. Il faut intéresser l'investisseur, donc la banque doit effectuer les <i>due diligences</i> nécessaires pour que la société voulant s'introduire en Bourse soit fiable. La responsabilité ultime concerne les investisseurs et c'est à ce niveau que le chef de file met sa réputation en jeu ; il engage sa notoriété également vis-à-vis des émetteurs mais le plus important, c'est le marché et les autorités de régulation. »</p>
Le choix d'une banque chef de file	<p>« Les deux banquiers retenus me semblaient de bonne réputation, l'un jouissant d'une réputation à l'échelle internationale, l'autre à l'échelle nationale. Ils avaient des propositions différentes à l'origine et se sont alignés à l'issue des négociations. Il est évident qu'au-delà de la réputation, il y a aussi le critère de capacité de placement dans les grandes places d'investisseurs. »</p> <p>« Pour moi, la réputation de la banque se définit par plusieurs critères quantitatifs, des critères objectifs, à savoir la capacité de placement, la capacité de recherche pour le compte des investisseurs, le nombre de places financières, les compétences sectorielles, mais également les critères d'expérience dans les introductions en Bourse récentes. La réputation sans critères objectifs me paraît inacceptable... Personnellement, je suis assez sceptique sur les classements de quelque nature que ce soit, faits par certaines revues dont on ne connaît pas l'indépendance par rapport aux entreprises qui sont évaluées. »</p>
La négociation entre l'émetteur et la banque chef de file	<p>« Il y a en permanence des discussions étant donné que les intérêts ne sont pas les mêmes : celui qui vend veut le prix en haut de fourchette, celui qui reste dans l'actionariat veut que les investisseurs entrant dans le capital soient satisfaits. La fixation du prix est donc toujours un sujet de discussion. Maintenant, il y a toujours un consensus et on aboutit généralement à un prix d'équilibre. »</p> <p>Dans le contrat de garantie, les banques s'engagent et se retournent ensuite vers l'émetteur qui doit s'engager à les rembourser si le chef de file est attaqué par un investisseur mécontent. Le degré de garantie par l'émetteur est un sujet de discussion. Toutes les parties ont intérêt à ce que l'opération d'émission soit un</p>

<p>Fixation du prix d'offre</p> <p>Coût de l'opération</p>	<p>succès. Par exemple, les membres du syndicat ne reçoivent leurs commissions que si l'opération est clôturée avec succès. »</p> <p>« Concernant les commissions, il y a eu beaucoup d'évolution sur l'enveloppe globale, la répartition de la commission entre la commission de base et une commission de satisfaction ainsi que la répartition de cette commission entre tous les membres du syndicat. Tous ces éléments ont fait l'objet d'après négociations. Il faut savoir que, lors de la sélection du syndicat, nous avons eu plusieurs offres. Cela nous a donc permis de faire jouer la concurrence et faire en sorte que chacun soit rétribué. A la sortie, nous avons un barème commun mais au départ, il y avait des différences à la fois sur l'enveloppe globale et sur la structure de cette enveloppe. »</p> <p>« Le prix d'offre a été fixé à la suite d'un consensus global entre les banques chefs de file et l'émetteur. Il a été fixé en haut de la fourchette. Malheureusement nous n'avons pas eu la hausse attendue lors de la première journée de cotation. Nous pouvons nous poser des questions sur la qualité du carnet d'ordres, qui a dû être amplifié par le syndicat bancaire. Je pense qu'il y a un lien à faire entre le montant de la sursouscription ou l'absence de souscription, la fixation du titre et la tenue du titre <i>a posteriori</i>. »</p> <p>« Il y a eu les trois commissions d'introduction en Bourse classiques, les frais d'avocat et les frais de communication qui étaient très significatifs, surtout lors de la phase de pré-introduction en Bourse. Les commissions bancaires représentaient plus de la moitié des commissions globales. »</p>
<p><u>MAROC TELECOM</u></p> <p>La raison d'introduction en Bourse</p> <p>Déroulement de la procédure d'introduction</p>	<p>« La première raison d'introduction sur le marché français a été la taille de l'entreprise par rapport à la capacité du marché. Il était difficilement prévisible de savoir si la part du capital introduit pouvait être absorbée par le marché marocain. D'autre part, il s'agissait pour nous de donner aux investisseurs étrangers plus de sécurité sur la liquidité du titre à l'avenir. La décision d'IPO est une décision de l'actionnaire majoritaire, à savoir l'Etat marocain, qui avait besoin de céder ses 16 % d'actions comme cela a été annoncé lors de la privatisation en 2000. Ce n'était pas une décision de Maroc Télécom car l'entreprise disposait d'assez de trésorerie pour ne pas avoir besoin de lever des fonds. Il n'y avait pas de recherche de notoriété car celle-ci existait déjà du fait de l'appartenance au groupe Vivendi. »</p> <p>« L'opération a été lancée par le gouvernement à travers un appel d'offres visant à choisir un consortium de banques d'affaires qui devaient accompagner le royaume dans la cession des 16 %. Ce choix a été fait en présence de Maroc Télécom mais seulement en tant qu'observateur. Trois banques ont été sélectionnées, à savoir Merrill Lynch International, BNP Paribas et Attijariwafa Bank. Il y avait une obligation d'associer une banque internationale compte tenu de la dimension de l'opération d'émission. A la suite de cette sélection, un comité de pilotage a été créé comprenant des membres du ministère des Finances, des membres de la direction de Maroc Télécom et les représentants des banques d'affaires ainsi que les cabinets d'avocat. A partir de là, ils ont décidé d'un commun accord avec le gouvernement que les banques conseillers de l'entreprise et conseillers du gouvernement soient les mêmes, ce qui n'a pas été le cas au moment de la cession des 37 % à Vivendi. En fait, les banques d'affaires étaient mandatées par le gouvernement mais travaillaient aussi bien pour lui que pour nous. Les trois banques étaient chefs de file et complètement associées sans différence. Maintenant, entre celles-ci, je pense qu'il y avait un accord lors du <i>road show</i>, à savoir un partage des rôles entre Merrill Lynch et BNP. Attijariwafa Bank avait un rôle de placement sur le marché marocain qui représentait 70 % du placement global. »</p>

<p>Le choix d'une banque chef de file</p>	<p>« Cette opération ressemblait à une procédure d'attribution de marchés publics. Il y a eu un appel d'offres puis une première sélection sur la base des dossiers administratifs, un dépouillement des offres techniques et ensuite un système de notation de l'ensemble des banques. Nous avons reçu au départ sept consortiums bancaires comprenant deux ou trois établissements chacun. A la suite de l'appel d'offres, ces banques ont été évaluées sur la base des dossiers administratifs, ce qui nous a permis d'en sélectionner trois. Ensuite, nous avons effectué un tri sur la méthodologie utilisée, sur le profil des personnes participant à la mission. Le nombre de missions effectuées a permis de déboucher finalement sur un consortium bancaire. Nous avons sélectionné ce consortium en fonction des expériences des banques dans des dossiers similaires, sur leur travail avec des entreprises publiques, mais également sur leurs deals avec des entreprises de la région MENA. Il n'y avait pas de volonté de notre part d'avoir une banque anglo-saxonne et une banque française. Cela c'est fait par hasard. Leur regroupement a fait qu'elles étaient complémentaires d'un point de vue géographique. Le choix n'a pas fait intervenir de classement quelconque, la sélection s'est faite purement sur la base de la réponse à l'appel d'offres et du mieux offrant en termes de compétence et en termes de tarifs. Le choix de ces banques s'est fait indépendamment de l'historique des relations, que ce soit entre Maroc Télécom et ces banques ou l'Etat et ces banques. Il s'agissait d'un appel d'offres qui engageait l'Etat, ce qui constituait un gage de transparence par rapport aux investisseurs. »</p>
<p>Le rôle d'une banque chef de file</p>	<p>« Il s'agit pour la banque de faire une proposition qui la distingue de ses pairs, de conseiller l'entreprise émettrice sur les meilleures démarches à suivre, de garantir la réussite de l'opération et d'être le garant des réalités des informations traitées et de la valorisation qui en ressort. »</p>
<p>La négociation entre l'émetteur et la banque chef de file</p>	<p>« Il n'y a pas eu du tout de négociation entre Maroc Télécom et le consortium mais entre l'Etat et ces banques. Il y a eu non pas des points de négociation mais des points d'avancement du projet. Le comité de pilotage se tenait chaque semaine, et chacun avait son mot à dire. Des solutions étaient trouvées chaque fois qu'il y avait des blocages. Vous savez très bien, le vendeur essaie de tirer le meilleur prix de sa valeur et la banque d'affaires cherche à fixer un prix qui garantisse le succès de l'opération, mais il y a toujours un équilibre à trouver. Sachant que la rémunération des banques d'affaires était liée au montant introduit, disons que ce conflit d'intérêts était quelque peu minoré. »</p>
<p>Fixation du prix d'offre</p>	<p>« La fixation du prix d'offre s'est faite par les trois banques chefs de file. La valorisation s'est faite sur des critères objectifs, tout en faisant en sorte que l'investisseur puisse dégager une petite plus-value au départ. Ce sont les banques d'affaires qui ont valorisé l'entreprise sur la base des informations fournies par celle-ci, vérifiées par les avocats des banques d'affaires et bien sûr certifiées par les commissaires au compte. »</p>
<p>Frais d'IPO</p>	<p>« Concernant les commissions bancaires, il y a eu bien sûr une sélection sur les commissions demandées. Il y a eu une pondération entre la note technique et la note financière. Les trois commissions de direction, de garantie et de placement ont été partagées entre les trois banques chefs de file. Ces commissions ainsi que les frais des cabinets d'avocat étaient en dessous des 3 %. Il y a eu aussi des frais de communication financière et des frais de commissariat aux comptes à la charge de l'entreprise. »</p>
<p><u>OXBOW</u></p>	
<p>Raisons d'introduction en Bourse</p>	<p>« Nous n'avions pas forcément pensé à la Bourse même si nous avions besoin d'accélérer le développement de l'entreprise à travers l'ouverture de magasins. A vrai dire, les banques sont venues nous chercher, elles se sont mises en avant pour nous démarcher et nous ont vanté les mérites d'une opération d'émission. Il n'y</p>

<p>Le choix d'une banque chef de file</p>	<p>avait pas de recherche de notoriété de notre part, au contraire, c'est la notoriété de l'entreprise qui a permis l'entrée en Bourse. Notre situation financière et notre positionnement dans le secteur nous ont permis d'être connus et notre notoriété était donc un atout pour réussir l'opération d'introduction en Bourse. »</p> <p>« Une banque nous a sollicités et nous a montré les opportunités de recourir aux marchés financiers. Il s'agit d'Aurel Leven. Nous avons également consulté Natexis Bleichroeder et Fortis. »</p> <p>« Nous avons décidé de choisir Aurel Leven en raison de son statut d'agent indépendant. C'est plus le projet qu'ils avaient, la façon dont ils voyaient l'entreprise et l'histoire à raconter au marché. C'est une banque qui nous a davantage motivés que les autres. Nous l'avons choisie en tant que chef de file de l'opération. Elle a travaillé sur la rédaction du document de base jusqu'à l'obtention du visa par l'AMF. Fortis a été choisi en tant que co-introducteur car il s'agit du banquier historique du groupe, doté d'une forte capacité de placement auprès des investisseurs. »</p> <p>« Nous avons sélectionné Aurel Leven car elle nous a davantage motivés que les autres, même si auparavant nous n'avions jamais travaillé ensemble. Par contre, avec Fortis, nous avons des relations historiques, mais cette dernière ne s'est pas proposée en amont car elle n'était pas intéressée par une petite opération comme la nôtre, surtout en termes de commissions. Vous savez, c'est quelque chose de classique sur les marchés, la petite banque d'affaires surpasse les plus grandes et se différencie par ses idées. Fortis est monté à bord parce qu'elle n'avait pas beaucoup d'opérations à l'époque et avait tout intérêt à ce que l'opération soit réussie, d'ailleurs elle a amené sa force de frappe. »</p> <p>« Vous savez, nous n'avions pas le choix entre dix banques. Il y avait certaines banques que nous avons voulu solliciter mais qui n'étaient pas intéressées car l'opération était jugée trop petite. Je pense qu'elles n'avaient pas envie de travailler pour 300 000 euros de commissions. Il est certain que plus la banque est de grande taille et réputée, plus elle exige une rémunération conséquente. Je suis prêt à vous parier que certaines banques comme JP Morgan font partie des banques les plus chères. Un opérateur comme EDF, par exemple, ne va pas travailler avec Aurel Leven. Il est obligé de travailler avec une banque de grande taille et de bonne réputation. »</p> <p>« Il est certain que vous payez le critère de réputation pour ces banques. Il s'agit de la notoriété, du bouche à oreille, etc. Pour ma part, si je dois choisir un partenaire, je vais avant tout me fier à ce que me disent les personnes que je connais, d'autres émetteurs, le bouche à oreille, plutôt que ce que le commercial veut vendre ou ce que je peux en lire. Je suis persuadé que la personne fait la banque. C'est l'humain que vous avez en face, au-delà de la marque et de l'uniforme qu'il porte. D'ailleurs vous remarquez bien que les clients partent avec leurs banquiers. Comme le monde des intermédiaires financiers est de taille réduite, vous validez toujours par vos connaissances s'ils étaient bons sur une opération qu'ils ont menée avec quelqu'un que vous connaissez. Pour ma part, la personne en charge de l'opération a fait un très bon travail au niveau de l'Autorité des marchés financiers, puis elle est partie travailler dans une autre banque. A l'avenir, je travaillerai donc avec cette personne, peu importe la banque et les commissions exigées par cette dernière. »</p>
<p>Le rôle d'une banque chef de file</p>	<p>« Le rôle d'une banque chef de file est de piloter l'ensemble des intermédiaires, de s'assurer que tout le monde s'oriente dans la même direction. Elle a un rôle de coordination mais également un rôle technique qui est l'obtention du visa AMF, la communication sur l'opération, etc. Le chef de file a aussi pour rôle de vous proposer des investisseurs sur lesquels il y a le moins de "déchets" possibles, et doit donc réaliser un travail de prévente de haute qualité. »</p>

<p>Fixation du prix d'offre</p>	<p>« Le seul point notable de divergence a été la fixation du prix. Je pense qu'ils nous ont évalués à notre juste valeur mais nous ont attirés avec une valorisation qui était plus intéressante. Au début de l'histoire et de l'argumentation faite par les banques, ils nous ont dit que l'introduction en Bourse pouvait se faire à un cours donné, mais nous avons remarqué par la suite un écart entre ce cours et la fourchette haute. Evidemment, le cours qu'ils nous ont proposé début janvier était au-delà de la fourchette qui a été établie début juin. D'ailleurs, avec du recul, si je pouvais revenir en arrière, j'aurais demandé une analyse indépendante en termes de valorisation. Je pense qu'il est plus prudent de demander une contre-expertise. »</p> <p>« Vous savez, l'actionnaire qui introduit demande le prix le plus haut possible, et le banquier introducteur va tirer dans l'autre sens pour maximiser le succès de l'opération. A l'arrivée, comme tout le monde veut que l'opération réussisse, vous vous en remettez au marché. »</p>
<p>Coût de l'opération</p>	<p>« Je pense que la banque a pour métier de prendre des commissions. Certaines banques internationales exigent de fortes commissions et je trouve que cela est disproportionné par rapport au service rendu. »</p> <p>« Il y a eu des coûts assez faibles liés à la préparation de l'introduction en Bourse car nous nous sommes fait aider par un intervenant extérieur pour étoffer les comptes et annexes de l'entreprise, ce qui nous a permis de hausser le niveau de qualité de la communication financière. Les coûts liés à l'IPO représentaient 9 % de l'augmentation de capital : 3 % de la taille de l'offre pour les commissions bancaires, 3 % pour les cabinets d'avocat et commissaires aux comptes et 3 % pour la publicité financière. »</p> <p>« Les commissions étaient un véritable point de négociation entre les actionnaires et les deux banques. Nous avons négocié jusqu'au dernier moment dizaines de milliers d'euros par dizaines de milliers d'euros. Nous avons prévu également un bonus au placement. »</p>

	Les banques chefs de file
<p><u>CALYON</u> <u>CHEVREUX</u></p> <p>Le marché des mandats d'IPO</p>	<p>« Dans les marchés anglo-saxons, il convient de distinguer le marché américain du marché britannique. Le marché américain est un cartel dominé par cinq ou six banques qui font la loi. Elles perçoivent des commissions comprises entre 5 et 7 % alors qu'en Europe, ces commissions sont beaucoup plus faibles, notamment sous la pression des banques américaines qui ont profité historiquement des commissions dégagées sur le marché américain pour réaliser du dumping en Europe et acquérir des parts de marché. Le marché britannique n'est pas du tout similaire au marché américain. Il est comparable aux marchés européens. C'est un marché très concurrentiel avec une base d'investisseurs assez large et des commissions qui ont tendance à baisser ces dernières années. »</p> <p>« Nous avons beaucoup d'opérations en France comme ailleurs dans le monde... Il y a une très forte demande en France et en Europe mais également dans l'Est et le Moyen-Orient. Les investisseurs ont de l'argent et recherchent de nouvelles idées, il y a donc un intérêt pour les opérations d'émission. »</p>
<p>La concurrence pour les mandats d'IPO</p>	<p>« La concurrence pour l'obtention des mandats est très forte et l'aspect relationnel joue pour beaucoup. Au-delà des relations personnelles, vous avez les relations historiques entre l'émetteur et la banque commerciale : si vous êtes un banquier important d'une société qui envisage de s'introduire en Bourse, vous avez des moyens de pression pour essayer d'être chef de file de l'opération. L'aspect relationnel est très important. Les gens regardent aussi la capacité de placement : un <i>broker</i> comme Oddo a beaucoup moins de chance d'obtenir des chefs de filat de grandes opérations. Il y a aussi l'agressivité sur les commissions parce que nous sommes de plus en plus en concurrence. De plus, nous avons fréquemment des appels d'offres et les émetteurs utilisent les commissions comme un des critères de sélection. »</p> <p>« Il est possible de choisir des mandats par souci de classement dans la <i>league table</i>. Les banques américaines en fin d'année sont assez spécialistes de cela. Elles raflent des mandats en pratiquant du dumping sur les commissions pour être justement bien classées au niveau mondial. Ceci existe également en Europe. C'est un phénomène de plus en plus d'actualité. C'est le fait des américains. »</p>
<p>Critères de choix d'une banque chef de file</p>	<p>« Les entreprises sélectionnent les banques sur la base du critère relationnel, de la capacité de recherche, de placement et de la compétence. Il y a de plus en plus d'opérations réalisées par plusieurs chefs de file, même dans des marchés de taille moyenne. Il est vrai que les émetteurs sont assez tentés par des mariages entre des banques françaises et des banques étrangères, même si le placement s'effectue en France. Notre clientèle se rend compte que les banques françaises placent mieux que les banques américaines. Ces dernières sont excellentes pour décrocher les mandats car elles sont très agressives sur le plan commercial, mais disparaissent dès la cotation et ne sont plus présentes sur le marché secondaire. »</p>
<p>Le rôle d'une banque chef de file</p>	<p>« La banque chef de file est le chef d'orchestre, elle fait en sorte que "la mariée soit présentable", que l'entreprise qui s'introduit en Bourse réponde aux critères des investisseurs. Il y a tout l'accompagnement de l'entreprise, la préparation du <i>road show</i>, la communication auprès des analystes financiers et la phase de pré-marketing. »</p> <p>« Le rôle le plus important est celui de teneur de plume ou <i>bookrunner</i>. Le coordinateur global ou <i>bookrunner</i> est celui qui décide du prix et des allocations. Les investisseurs savent que le chef de file supérieur décide des allocations, auront donc naturellement tendance à passer leurs ordres chez ce dernier et vont</p>

	<p>marginaliser les autres banques du syndicat. Ils savent que s'ils veulent être servis, c'est le <i>bookrunner</i> qui prend les décisions. »</p>
Le rôle des autres membres du syndicat	<p>« Les membres du syndicat ne font jamais de contreponds au chef de file sur la fixation du prix d'offre. <i>In fine</i>, ce sont les investisseurs qui décident du prix. Les <i>co-managers</i> et <i>co-leads managers</i> ont beaucoup de mal à récupérer des ordres et sont donc de plus en plus marginalisés. Vous devez savoir que les coordinateurs globaux récupèrent entre 70 % et 90 % de la demande, le reste du syndicat est donc complètement marginalisé. »</p>
Points de négociation avec l'émetteur	<p>« Le principal problème de divergence avec l'émetteur concerne la valorisation : les émetteurs considèrent valoir beaucoup plus que ce que le marché considère. Il y a aussi des négociations sur les commissions bien sûr. »</p>
Sélection du syndicat bancaire	<p>« Autrefois, le chef de file se chargeait de sélectionner les autres banques. Aujourd'hui, l'émetteur s'implique de plus en plus. Il a ses vues, donc même si une banque chef de file de réputation lui précise que la banque qu'il veut choisir n'est pas performante, il n'en tiendra pas compte. »</p>
Garantie de l'opération d'émission	<p>« Honnêtement, il faut savoir que, lors des introductions en Bourse, la commission de garantie est complètement virtuelle. Quand vous commencez la construction de votre carnet d'ordres, vous ne garantissez pas l'opération. Vous ne signez les contrats qu'en fin de processus et si vous n'avez pas suffisamment de demande, vous retirez l'opération. La capacité de garantie sur les introductions en Bourse ne s'applique donc absolument pas. Les banques garantissent l'opération entre le moment où elles fixent le prix d'offre et allouent les titres et la date de règlement qui est J + 3. La garantie porte sur le risque de contrepartie des investisseurs entre la date d'allocation des titres et la date de règlement. »</p>
Stabilisation des titres	<p>« Les banques peuvent gagner de l'argent sur la stabilisation. Par exemple, vous avez un prix d'émission qui est de 80 euros et l'opération porte sur 100 titres avec possibilité d'exercice de l'option de surallocation (15 %). Le premier jour, vous vendez à des investisseurs 115 titres à 80 euros. Si le cours est supérieur à 80 euros, vous exercez votre option auprès de l'émetteur, c'est-à-dire que ce dernier est dans l'obligation de vous vendre 15 titres dans un délai d'un mois au prix d'offre, soit 80 euros. L'opération est neutre pour la banque car vous les avez vendus à 80 euros et rachetés à 80 euros auprès de l'émetteur. Par contre, si vous avez placé 115 titres et que le cours sur le marché secondaire baisse, vous n'exercez pas votre option auprès de l'émetteur et vous rachetez des titres sur le marché. Si le cours est à 75 euros, les banques ont vendu à 80 euros des titres qu'elles rachètent sur le marché à 75 euros. La différence de 5 euros est ce qu'on appelle un profit de stabilisation. Curieusement, lorsque le prix du titre coté baisse lors des premiers jours de cotation, les banques n'exercent pas la <i>greenshoe</i>. Dans les deux cas, les banques du syndicat gagnent de l'argent : si elles exercent la <i>greenshoe</i>, elles gagnent des commissions sur celle-ci. Par contre si elles rachètent des titres sur le marché, elles gagnent de l'argent <i>via</i> le profit de stabilisation. Ce gain est partagé entre les membres du syndicat au prorata des garanties. »</p>
Coût de l'opération d'émission	<p>« C'est l'ensemble des commissions qui se négocie. Ce qui intéresse l'émetteur, c'est de connaître le montant qu'il va payer globalement. Les commissions sont versées au chef de file, qui redistribue à l'ensemble des membres du syndicat bancaire. La commission de garantie est versée au prorata des parts en garantie, la commission de placement est versée aux banques qui placent les titres, la commission de direction est versée au coordinateur global. »</p>
Phénomène de sous-évaluation	<p>« Il faut se mettre à la place des investisseurs. Un investisseur ne va pas souscrire à une introduction en Bourse alors qu'il existe sur le marché des sociétés comparables qui sont cotées. Il ne prendra pas le risque de souscrire s'il ne sait pas qu'il existe une prime à l'émission. La seule chose qui va l'inciter à choisir une entreprise qui s'introduit en Bourse est la décote par rapport à son secteur. Toutes les banques informent les émetteurs de la nécessité de la décote pour attirer les</p>

	investisseurs. Une action qui augmente de 3 % n'intéresse pas ces derniers. Le seul moyen de trouver des investisseurs est de leur accorder des décotes très importantes. »
<u>HSBC CCF</u>	
Le marché des mandats d'IPO	« Les opérations sur les marchés financiers suivent des cycles globaux : il y a eu un cycle marqué par de nombreuses opérations d'émission entre 1993 et 2000, un ralentissement très fort en 2001-2002, une reprise timide en 2003 et une accélération entre 2004 et 2006. Ce sont des cycles de quatre à cinq ans. Les marchés européens et américains ont à peu près les mêmes évolutions de cycle économique et financier. Le marché américain est un marché très protégé et constitue un cartel pour les banques introductrices. La compétition entre les banques est beaucoup plus élevée et les commissions beaucoup plus faibles qu'en France ou qu'en Europe. »
La concurrence pour les mandats d'IPO	« Il y a une forte concurrence dans les mandats des petites opérations d'émission. Les banques se positionnent pour les mandats des années en avance. Nous nous positionnons très en amont d'une opération pour bien comprendre l'environnement de la société, son management, les virages stratégiques à prendre, afin de bien appréhender le timing idéal de l'opération d'introduction en Bourse. Nous nous positionnons par rapport à chacune des opportunités existantes, en tenant compte des logiques sectorielles. Il s'agit pour nous de comprendre un client mais aussi son secteur au niveau national, européen et mondial. »
Critères de choix d'une banque chef de file	« Le choix d'une banque chef de file se fait sur plusieurs critères : la nature de la relation existante entre l'entreprise et la banque, l'expertise dans le domaine des introductions en Bourse, l'expérience dans le secteur précis de l'émetteur. Le critère de réputation entre dans le critère de l'expérience et de l'expertise. Si vous êtes une petite entreprise et que votre management parvient à ce que Goldman Sachs vous choisisse, vous êtes rassurés quant au succès de l'opération d'émission. Il s'agit d'un critère de confort pour l'émetteur et l'investisseur. Par contre, vous avez également des émetteurs de taille moyenne qui pensent obtenir un meilleur service d'un petit établissement spécialisé que d'un grand établissement. »
	« Une banque qui réalise plusieurs opérations est comme un chirurgien, plus vous réalisez des opérations, meilleur vous êtes, car plus vous êtes dans le marché et plus vous savez ce que veulent les investisseurs. »
Le rôle d'une banque chef de file	« Le chef de file doit préparer l'entreprise à s'introduire en Bourse à travers l'obtention des documents réglementaires. Il doit être une banque conseil dans la <i>corporate governance</i> , avoir une vision critique du <i>business plan</i> en passant par le conseil sur la structure du capital, le niveau de dette de l'entreprise au moment de la cotation, le rétablissement ou l'établissement des lignes de crédit. Ensuite, la banque procède à la valorisation de l'entreprise, à la fixation de la fourchette de prix, à la distribution des actions auprès des investisseurs. Puis nous avons la phase post-introduction en Bourse qui consiste en la stabilisation du cours de Bourse et au suivi de l'entreprise pour s'assurer qu'elle délivre ce qu'elle a annoncé au moment de l'émission. »
Le rôle des autres membres du syndicat	« Les autres membres du syndicat ont un rôle d'accompagnement, d'élargissement en termes de placements, de rapports de recherche, d'axes de distribution géographique et un élargissement en comptes bancaires. Il s'agit d'un rôle beaucoup moins important mais souhaitable. Le banquier chef de file a un rôle envers les autres membres du syndicat à travers les travaux de <i>due diligences</i> mais également en termes de fourchette de prix. Le chef de file supervise et anime le travail des autres membres du syndicat. »

Points de négociation avec l'émetteur	« Il y a constamment des discussions avec l'entreprise émettrice. Le point de négociation ultime est la fixation du prix d'offre. En amont, se situent le positionnement de l'entreprise, la façon de présenter cette dernière, les facteurs de risque minimaux, etc. Il y a beaucoup de négociations sur le degré de diffusion d'information et de transparence financière par rapport au marché. Généralement, nous sommes bien guidés car d'autres entreprises du même secteur sont cotées, nous avons donc une bonne idée sur ce que divulguent les entreprises cotées comme informations financières. »
Sélection du syndicat bancaire	« Le syndicat est constitué par les parties prenantes d'un commun accord. Vous avez un client qui paie des commissions, s'il a des volontés, il les impose ; s'il n'en a pas, il demande l'avis de la banque chef de file. Il s'agit d'un processus assez interactif. Nous sommes responsables d'un process global, les autres membres du syndicat sont donc des sous-traitants. Si nous avons une expérience très mauvaise avec un établissement, c'est notre devoir de dire à notre mandant que nous ne recommandons pas cette banque. Mais si cette banque est choisie par l'émetteur, c'est son droit. Il n'y a pas droit de veto de la banque introductrice sur les autres partenaires financiers. »
Garantie de l'opération d'émission	« La garantie de bonne fin est une garantie supportée par le syndicat en totalité mais exercée par la banque chef de file qui en prend l'engagement. Vous avez des barèmes pour les règles de partage. »
Stabilisation des titres	« La <i>greenshoe</i> est une enveloppe de stabilisation du cours de Bourse qui ne coûte rien ni aux banques ni à l'émetteur. Au-delà des 15 % de titres autorisés, la banque laisse le cours baisser. »
Coût de l'opération d'émission	« Ce sont des commissions négociées de manière globale dès le début de l'opération. En général, il y a un barème traditionnel qui est 20/20/60, soit 20 % pour la commission de direction, 20% pour la commission de garantie et 60 % pour la commission de placement. Vous pouvez avoir dans la commission de direction différents types de préciput, à savoir celui du coordinateur global et celui du chef de file. Les commissions sont versées au coordinateur global qui les redistribue à son tour aux autres banques du syndicat. »
Phénomène de sous-évaluation	« Quand la banque fixe une fourchette de prix et qu'elle remarque pendant le processus de construction du carnet d'ordres une très forte demande en haut de fourchette, elle incite l'entreprise émettrice à réviser cette fourchette à la hausse afin de capter le premium qui risque d'apparaître en Bourse. Pourtant, l'émetteur parfois ne souhaite pas le faire afin d'être assuré du succès de l'opération et surtout d'avoir une progression linéaire du cours. Ce ne sont pas forcément les banques introductrices qui prennent la décision d'accorder la décote aux investisseurs. »
<u>SOCIETE GENERALE</u>	
Le marché des mandats d'IPO	« Le marché des mandats d'émission est relativement actif sur l'ensemble des segments, à la fois sur les sociétés de petite taille et sur les sociétés de grande taille. Si vous regardez en termes de statistiques, il y a une activité européenne très significative. Le marché français a des spécificités qui ne sont pas vraiment dupliquées sur le reste de l'Europe. »
La concurrence pour les mandats d'IPO	« Il y a un positionnement en amont à travers des relations qui peuvent revêtir plusieurs formes pour une banque comme la nôtre. Ce sont d'abord des relations avec des sociétés cotées et des sociétés non cotées, éventuellement des actionnaires ou autres. Notre métier est d'être à l'écoute d'un certain nombre de marchés pour en repérer les opportunités grâce à nos connexions sur des secteurs, mais aussi à nos relations avec telle société ou tel actionnaire. »

Critères de choix d'une banque chef de file	<p>« Il y a plusieurs critères très différents d'un émetteur à l'autre : tout d'abord un critère de proximité, un critère historique... ce qu'on peut définir comme un critère relationnel. Si vous interrogez des émetteurs anglo-saxons, ils vous diront qu'ils ont choisi la banque sur la base d'un classement de réputation, mais également sur la base du relationnel. De mon point de vue, quand vous mandatez une banque, vous la mandatez sur la base de la proximité relationnelle, mais aussi sur la confiance que vous pouvez avoir envers ses dirigeants, et cette confiance se crée à travers l'expertise et le professionnalisme de cette dernière. »</p> <p>« La <i>league table</i> n'est pas une référence. C'est une conséquence. Si vous êtes meilleur, c'est parce que vous avez réalisé des opérations. Les banques ne sont pas dans ces classements par hasard. Si vous possédez la meilleure part de marché, c'est que vos clients ont été suffisamment satisfaits de votre travail et que les opérations précédentes ont plaidé pour vous pour des transactions nouvelles. »</p>
Le rôle d'une banque chef de file	<p>« Je pense qu'il faut distinguer les sociétés de petite taille des grandes entreprises. Les petites entreprises ont souvent une connaissance très limitée des marchés financiers. Dans ce cas, nous avons un rôle d'éducation afin de leur expliquer les raisons d'introduction en Bourse. En fait, vous avez deux grands chantiers qui guident un calendrier d'introduction en Bourse, à savoir un chantier qui se cristallise dans la documentation, c'est-à-dire l'établissement du prospectus à travers l'ensemble des volets y afférents, et un chantier marketing qui consiste à savoir présenter l'entreprise. Enfin, nous avons un travail évident d'assistance pour les conseiller en amont sur la structure de l'opération, la part de cession, l'augmentation de capital, les perspectives d'investisseurs potentiels, etc. »</p> <p>« Pour les entreprises de plus grande taille, le processus est différent. Nous sommes en présence d'entreprises beaucoup plus structurées, notamment avec des directions plus étoffées et des gens plus disponibles, et des processus souvent plus aboutis. Mais généralement, ces sociétés sont plus compliquées à analyser. »</p>
Le rôle des autres membres du syndicat	<p>« Les autres membres du syndicat participent à l'effort final qui est celui du placement lui-même. La banque chef de file est l'interface entre le syndicat des banques et la société. »</p>
Points de négociation avec l'émetteur	<p>« Il y a un conflit d'intérêt entre nos objectifs et ceux de l'entreprise. Nous sommes dans un métier de services et il n'y a pas de tarif syndical. En général, nous voulons maximiser le prix d'offre, l'émetteur par contre désire fixer un prix plus modéré. Il y a beaucoup de négociations par rapport à la valorisation de l'entreprise, compte tenu des objectifs divergents entre les différents acteurs. »</p>
Sélection du syndicat bancaire	<p>« Le syndicat bancaire est sélectionné par l'émetteur. Il désigne le chef de file. Le reste du syndicat va souvent être composé de banques non sélectionnées pour la fonction de chef de filat. Il est certain qu'une banque comme Morgan Stanley n'accepterait pas d'être co-chef de file ou manager dans une introduction en Bourse de petite taille. Par contre, si l'opération d'émission est très significative, elle figurera dans le syndicat. »</p>
Garantie de l'opération d'émission	<p>« La garantie de bonne fin est un concept très spécifique. Il s'agit de l'article 225-145 du Code de commerce. Une garantie de bonne fin au sens de cet article est portée par l'ensemble du syndicat. Dans ce cas-là, les banques sont solidaires. Dans la pratique, il y a un syndicat de garantie avec des pourcentages fixés par l'émetteur. »</p>
Stabilisation des titres	<p>« Une directive européenne encadre les actions de stabilisation. Seule la banque chef de file peut stabiliser les cours. Quant aux coûts éventuels de stabilisation, ils seront partagés entre les membres du syndicat au prorata du barème de garantie. Il existe un pourcentage de 15 % des titres maximum pour la stabilisation à ne pas dépasser. Ce pourcentage est fixé par les autorités réglementaires mais il n'existe</p>

<p>Coût de l'opération d'émission</p>	<p>pas de seuil maximum. Traditionnellement, le mécanisme de stabilisation le plus connu est l'option de surallocation qui est limitée effectivement à 15 % . »</p> <p>« Toutes les commissions font l'objet de discussions. L'émetteur va négocier la commission globale de telle sorte que l'opération lui coûte le moins cher possible. Le chef de file s'occupe du versement aux différents établissements mais l'émetteur connaît d'avance les règles de répartition de ces commissions. »</p> <p>« Plus les banques sont réputées, plus elles sont américaines. Elles vous facturent des commissions élevées car elles sont plus chères. Le marché américain est très efficace mais les commissions sont plus élevées qu'en Europe. Aux Etats-Unis, les banques appartenant au <i>bulge bracket</i> se font une moindre concurrence. En Europe, la concurrence est vive. »</p>
<p>Phénomène de sous-évaluation</p>	<p>« La sous-évaluation au premier jour aux Etats-Unis est un fait de gloire. Une entreprise se félicite que la progression initiale ait été très forte. Il peut y avoir intérêt à ce que les investisseurs se disent que votre société se porte bien. Au risque de vous décevoir, beaucoup d'investisseurs vont imaginer qu'une société est de qualité si son cours progresse et qu'ils gagnent beaucoup d'argent. En France, le fait qu'il y ait une progression est aussi bien perçu. »</p> <p>« D'un point de vue pratique, quand vous vendez une grosse quantité de titres, ou plus de 50 % du capital d'une société, il est normal de concéder une petite décote, car d'un point de vue théorique, c'est logique. En tant que banquiers, nous essayons de ne pas vendre plus cher que ce qu'on pense que cela vaut. Lorsqu'une entreprise, connue de personne, décide de s'introduire en Bourse, les investisseurs ne la connaissent pas, elle n'a pas de <i>track record</i>, vous ne connaissez pas ses dirigeants, vous ne savez pas si ses perspectives sont crédibles ou pas. Vous savez, on ne cherche pas à assurer nos arrières quand on introduit en Bourse sur un marché. Celui qui paie est l'émetteur et si l'opération est un échec, l'entreprise est mise en quarantaine. Ainsi, la banque et l'émetteur ont intérêt à ce que l'opération réussisse. Pour leur part, les investisseurs ne sont pas forcés de souscrire. Ils ont connaissance de la fourchette de prix et n'achètent jamais les yeux fermés, ils sont beaucoup plus éduqués que ça. Ils ont des équipes d'analystes, une vision mondiale et ne font jamais de chèques en blanc. Nous avons tendance à oublier l'investisseur lorsqu'on parle d'introduction en Bourse. Mais à la fin, c'est lui l'actionnaire... »</p>
<p><u>LAZARD IXIS</u></p> <p>Le marché des mandats d'IPO</p>	<p>« C'est un marché assez dynamique où il y a eu beaucoup d'introductions en Bourse. Nous ne pouvons pas comparer le marché américain avec les marchés européens. Pour ce qui est du marché britannique, il faut savoir que les introductions en Bourse concernent exclusivement des entreprises de droit anglais, donc vous êtes obligés d'avoir une gouvernance typiquement britannique alors que ce n'est pas le cas en Europe. Par conséquent, il est très rare que des sociétés non britanniques s'introduisent à la Bourse de Londres. Au final, chaque pays et chaque grande Bourse draine sur son propre marché. L'Angleterre a un petit avantage puisqu'elle draine les opérations d'entreprises de pays émergents. Londres est intéressante parce qu'il y a une base d'investisseurs et une profondeur de marché en termes d'investisseurs beaucoup plus forte. Ces investisseurs sont des institutions britanniques, des sociétés de gestion collective anglaises ou étrangères car il y a beaucoup de fonds étrangers à Londres. »</p> <p>« Il faut savoir qu'il y a plus de capitaux à Londres qu'à Paris pour une raison très simple : si vous regardez la structure de l'épargne des ménages français, celle-ci est recyclée automatiquement pour servir aux pensions des retraités, alors que dans d'autres pays, ces mêmes capitaux sont versés à des fonds de pension qui eux-mêmes investissent à très long terme essentiellement en actions. Par conséquent, les capitaux disponibles en Grande-Bretagne sont plus importants. Une autre</p>

<p>La concurrence pour les mandats d'IPO</p>	<p>habitude française fait que l'argent est souvent orienté vers le marché obligataire ou vers les produits d'assurance vie, qui sont des actifs moins risqués. Il faut noter également que la Grande-Bretagne parvient à attirer les grandes banques d'affaires américaines comme bases européennes pour des raisons de facilités, notamment linguistiques. Par conséquent, vous avez les établissements les plus puissants en matière de marchés de capitaux installés à Londres, tant en termes d'investisseurs qu'en termes de volume d'opérations. Tout ceci fait que les autres places financières européennes sont beaucoup plus petites en taille. »</p> <p>« La banque est considérée comme un agent commercial car nous passons beaucoup de temps à solliciter les entreprises ou les fonds de <i>private equity</i> qui sont les pourvoyeurs d'introductions en Bourse. Les banques d'affaires passent leur temps à démarcher les entreprises pour leur présenter les caractéristiques du marché et les opportunités qui se présentent. Elles se positionnent en amont des années en avance. Le marché des mandats d'émission enregistre une très forte concurrence même si cette activité est de moins en moins lucrative pour la banque en raison de la forte concurrence. Sur chaque opération, vous avez au moins quatre à cinq concurrents et au total, sur toutes les opérations françaises, vous avez au moins une douzaine de banques capables de faire la démarche. »</p>
<p>Critères de choix d'une banque chef de file</p>	<p>« En général, il s'agit de la perception du mandant sur la connaissance du banquier de son secteur, de son entreprise, de sa motivation qui peut se traduire par une activité très intense... tout un système d'informations qui montre que le banquier est motivé. Et puis bien sûr, vous avez les références en matière d'opérations de marché... Tout ceci peut être résumé dans la compétence de la banque à diriger et surtout à réussir l'opération d'introduction en Bourse. »</p> <p>« Le critère de l'historique entre l'entreprise et la banque est tout aussi important. Les compétences sont le premier critère de choix, ensuite vous avez l'historique de la pratique, de la relation antérieure... Plus nous avons de relations de travail avec le donneur d'ordre, plus il sera en confiance avec vous. Quelque part, tout ceci résume la réputation de la banque sur la base de ses résultats mais aussi de ses relations et partenaires. En général, quand le choix est fait par l'entreprise, la relation historique est tout aussi importante. Il faut quand même savoir que plus l'entreprise sera de grande taille, et donc multi-utilisatrice des services des banques d'affaires, plus elle aura tendance à les mettre en compétition. Les petites entreprises, par contre, disposent de leur banquier historique qui leur a octroyé du crédit et les a aidées à financer leur développement. Parallèlement, lorsque l'entreprise est dans un secteur assez pointu comme le secteur technologique, elle va sans doute compléter les services de la banque historique, si celle-ci n'a pas les compétences, par une banque qui est particulièrement pointue dans le secteur. »</p>
<p>Sélection de l'émetteur par le chef de file</p>	<p>« Nous recherchons les entreprises qui peuvent être le plus liquide. Suivre l'entreprise et l'introduire en Bourse est un travail assez lourd qui impose un coût fixe. Par conséquent, plus le placement est important, plus vous avez des chances de rentabiliser l'opération parce que vos commissions peuvent être étalées sur un montant plus important. Vous sélectionnez donc en priorité les entreprises les plus prometteuses et les plus liquides. »</p>
<p>Le rôle d'une banque chef de file</p>	<p>« Le rôle de la banque chef de file est de s'assurer que la société est présentable. Nous définissons l'<i>equity story</i>, c'est-à-dire les thèmes d'investissement que nous allons mettre en avant pour vendre les actions auprès des investisseurs. Deuxième point, nous valorisons l'entreprise, nous testons le prix avec lequel on pourrait l'introduire en Bourse. Enfin, une fois que les avocats ont mis en conformité les statuts juridiques de l'entreprise, nous positionnons l'entreprise face aux investisseurs. Après avoir préparé la valorisation et la communication financière, tout est en œuvre, le discours, le prix, et nous plaçons les titres auprès des investisseurs. Vous savez, une introduction en Bourse est une expérience unique dans la vie d'une société. Que l'entreprise soit grande ou petite de taille, c'est une très grande métamorphose. C'est un processus extrêmement lourd. »</p>

<p>Le rôle des autres membres du syndicat</p>	<p>« Les autres membres du syndicat placent le papier et ont surtout un rôle de service après-vente. On s'assure qu'ils sont intéressés par l'opération, pour ouvrir en recherche la société, pour animer le titre et donc pour consolider l'ancrage boursier après coût. Ils ont également un rôle de garantie comme toutes les autres banques. Dans la configuration actuelle des syndicats de placement, les chefs de file organisent toute la communication financière, les programmes de <i>road shows</i> et les visites aux investisseurs et gagnent donc une grande visibilité auprès de ces derniers. Par ailleurs, comme les chefs de file attribuent les actions aux investisseurs, ces derniers auront davantage tendance à passer leurs ordres auprès de ces banques qu'auprès des banquiers mineurs du syndicat afin de s'assurer qu'ils sont traités avec la meilleure priorité. »</p> <p>« Le chef de file pilote les banques chargées du placement des titres. Il veille à ce que chacun des membres fasse remplir par ses analystes des formulaires lors des visites effectuées chez les investisseurs. L'objectif étant de tester leur perception de l'histoire, leur appétit d'investissement, leur position de prix et surtout leurs intentions. Au final, le chef de file est à la fois un facteur d'information et d'instruction vis-à-vis des autres et un réceptacle, un centralisateur d'informations de façon à ce qu'il puisse faire les recommandations les plus adaptées à son client. »</p>
<p>Points de négociation avec l'émetteur</p>	<p>« Il y a souvent des divergences sur les commissions bancaires. Une partie des commissions est discrétionnaire, donc une partie fixe et une partie qui se négocie. Cela donne du levier à l'émetteur. »</p> <p>« Les points de négociation fréquents concernent la valorisation et les contrats. A l'intérieur des contrats, vous avez notamment toutes les garanties et les <i>disclosures</i>, c'est-à-dire le degré d'information présent dans le prospectus. Nous faisons des séances de <i>due diligence</i> dans lesquelles nous questionnons la société pour avoir le maximum d'informations sur son historique, ses facteurs de risque, sa stratégie, ses opportunités, ses perspectives, sa rentabilité et nous présentons tout cela dans un prospectus. Beaucoup d'informations confidentielles vous sont transmises. Il faut faire le tri entre ce qui est présentable au marché et ce qui ne l'est pas. Donc, quelque part, la négociation du degré d'information à transmettre au marché est importante. Ceci étant, nous sommes obligés de nous couvrir, de ne pas faire d'impasses sur les informations que le marché juge utiles et ceci peut déplaire à l'émetteur et créer des tensions dans les discussions. Le second point qui se négocie porte sur les conditions contractuelles de la garantie du placement car les contrats comportent des déclarations et des garanties faites par la société sur les comptes, la disponibilité des actions, etc. »</p>
<p>Sélection du syndicat bancaire</p>	<p>« Il s'agit d'un processus interactif où l'émetteur et la banque chef de file se concertent pour décider du syndicat bancaire qui va réaliser l'introduction en Bourse. Il est vrai que l'émetteur a son mot à dire, mais en dernier lieu, c'est le chef de file qui décide des membres du syndicat. Tout dépend bien sûr aussi du pouvoir du chef de file vis-à-vis du donneur d'ordre. Certains chefs de file sont très puissants et souvent les émetteurs ne se retrouvent pas en position de force pour décider qui va être dans le syndicat bancaire. Certaines banques sont plus motivées que d'autres. D'ailleurs, les très grandes banques peuvent être moins motivées par les petits mandats ou les traitent avec une certaine désinvolture. Ainsi, les grandes banques américaines ne sont pas intéressées par les petits mandats. Ce sont de grandes organisations, si vous ne faites pas comme elles disent, vous prenez vos responsabilités. Par contre, les banques françaises sont des banques historiques, elles ne peuvent pas se permettre ce comportement, elles sont plus motivées. Les banques internationales ont une vision des choses plus globale, elles ciblent les gros mandats. Les petits mandats ne les intéressent pas. Elles n'acceptent pas d'être mineures (manager et non chef de file) dans un syndicat. »</p>

<p>Garantie de l'opération d'émission</p>	<p>« La garantie de bonne fin est supportée par l'ensemble du syndicat. Le contrat de garantie, dans lequel le chef de file a la part la plus importante, répartit le montant placé en fonction de chacune des banques. Dans une petite transaction, s'il y a deux chefs de file par exemple, ces banques vont prendre 70 à 90 % de la garantie. Par contre, un chef de file en moyenne, s'il est seul, doit prendre au minimum 60 à 80 % de l'opération, les <i>co-leads</i> et managers se partagent le reste. »</p>
<p>Stabilisation</p>	<p>« Après l'introduction en Bourse, l'action est cotée. Dans le contrat de garantie, des règles de stabilisation sont établies. Il y a deux outils pour stabiliser le titre, l'outil principal étant la clause de surallocation qui permet à la banque d'allouer plus que ce qui est distribué en titres. Si vous placez 100 titres, vous en allouez 115 et vous disposez d'une option d'achat de 15 titres au vendeur si vous ne voulez pas racheter sur le marché. Si le cours baisse, vous essayez de surallouer et de racheter sur le marché, ce qui a pour effet de soutenir le cours. Si vous avez tout racheté, vous n'exercez pas l'option que vous avez vis-à-vis du vendeur émetteur. La surallocation est un outil de stabilisation utilisé en priorité. Le coût de stabilisation est supporté par toutes les banques proportionnellement à leur garantie. Il peut coûter trop cher. Vous rachetez trop de papier, le titre baisse au-delà de votre coussin qui est représenté par votre rémunération et vous perdez de l'argent. Il n'y a pas de limites pour stabiliser. Parfois, il y a des limites pour les participants mineurs du syndicat. Ils sont d'accord pour participer au syndicat mais demandent à ce que les coûts de stabilisation soient limités à hauteur des commissions. Pour le pourcentage de titres entrant dans le cadre de la stabilisation et à ne pas dépasser, il est contractuel et s'établit entre 10 et 15 %. »</p>
<p>Coût de l'opération d'émission</p>	<p>« Il s'agit d'un package comprenant les trois types de commissions existantes, la commission de direction, celle de placement et celle de garantie. Les commissions sont généralement prélevées sur le produit de la vente donc dès le règlement-livraison. Elles sont perçues par la banque qui centralise, généralement le chef de file, qui les verse au syndicat. La commission de garantie est généralement payée plus tard car elle est imputée des frais de stabilisation. »</p>
<p>Phénomène de sous-évaluation</p>	<p>« Pour bien ancrer une valeur sur un marché boursier, il faut quand même créer une dynamique. Vous savez, "on n'attire pas des mouches avec du vinaigre". Il y a des montants importants qui sont placés, il faut donc "laisser quelque chose sur la table" de façon à ce que les investisseurs puissent revendre et qu'une dynamique s'enclenche. Les perspectives de "petits sauts de puces" peuvent aider à rendre le titre plus liquide et à le faire évoluer en Bourse. Il y a toujours une décote d'introduction en Bourse mais son pourcentage dépend des conditions de marché. Si les conditions sont difficiles, il faut que la décote soit plus importante. C'est un ensemble de circonstances qui fait que l'on peut plus ou moins sous-évaluer le titre par rapport à ce que l'on pense. Cette décote est aussi une marge de succès pour la banque. Vous savez, nous valorisons une opération sur une base d'une fourchette de prix, avec 15 % d'amplitude. Les opérations qui surperforment sont celles qui ont été tellement sursouscrites que, même en fixant un prix en haut de fourchette, nous n'avons pas valorisé assez cher. Il y a des valeurs qui sont très demandées, vous savez qu'elle doit coter à 100 mais comme il s'agit d'une valeur rare et originale, elle cote à 110. Il y a une prime de rareté quelque part. »</p>
<p><u>NATEXIS</u></p>	
<p>Le marché des mandats d'IPO</p>	<p>« Il se porte très bien parce qu'il a été presque totalement fermé en 2003. Il a repris de manière balbutiante en 2004 avec des opérations de taille importante. Fin 2005-début 2006, le marché montre un retour en force de beaucoup d'opérations portées par la création d'Alternext, mais aussi par la croissance des marchés qui fait que certaines entreprises trouvent dans la Bourse des valorisations intéressantes. »</p>

<p>La concurrence pour les mandats d'IPO</p>	<p>« Il y a différents modèles selon l'intermédiaire financier. Si vous êtes une banque commerciale, vous vous appuyez sur votre réseau et les relations que vous avez développées avec un certain nombre de clients. Cela vous permet de disposer en amont de relations de confiance avec des sociétés. Pour les sociétés qui sont soit des officines soit des banques d'affaires de type Rothschild, il faut compter sur les liens développés lors des opérations de fusion-acquisition ou avec les fonds d'investissement qui sont de gros pourvoyeurs d'introductions en Bourse. »</p> <p>« Il y a une très forte concurrence dans l'obtention des mandats. Nous sommes dans un marché qui n'est pas du tout oligopolistique, il y a suffisamment d'acteurs pour que la concurrence soit rude. Elle est plus ou moins forte selon les périodes. Lorsqu'il y a beaucoup d'opérations, il y a de la place pour tout le monde. Actuellement, nous ne sommes pas du tout dans cette configuration. Sur les marchés réglementés en France, nous n'avons pas eu beaucoup d'opérations cette année ; sur le marché Alternext, même s'il est en très fort développement, nous sommes encore à zéro opération... »</p>
<p>Critères de choix d'une banque chef de file</p>	<p>« Je pense qu'il y a plusieurs aspects. Il y a tout d'abord l'expérience parce que l'entreprise réalise une introduction en Bourse une fois dans sa vie. La plupart des entreprises n'a pas envie de rater cet événement, elles peuvent confier cela à des banques ou intermédiaires qui ont déjà fait leurs preuves. En même temps, il y a de nouveaux intermédiaires financiers novices sur le marché des IPO qui arrivent également à décrocher des mandats. Le deuxième aspect concerne les commissions bancaires qui constituent un coût important pour l'émetteur et qui peuvent inciter certains à utiliser la concurrence de manière à minimiser les frais... Pour certains émetteurs, le critère de choix sera le coût, pour d'autres la connaissance sectorielle ou l'expérience du chef de file. »</p> <p>« En ce qui concerne le critère de réputation, tout dépend du marché dans lequel sera cotée l'entreprise. Si vous prenez les très grandes opérations d'introduction en Bourse, à l'image de Légrand, l'aspect <i>league table</i> est important parce qu'il va falloir être capable de gérer une très grosse opération avec beaucoup de paramètres... Une entreprise qui s'introduit sur Alternext ou dans le compartiment d'Eurolist ne se soucie pas de s'attacher les services d'une banque d'affaires réputée à l'image de Goldman Sachs ou BNP. Ce que cherche cette entreprise, c'est un service personnalisé. Il faut dire que le critère de réputation dépend beaucoup de la taille de l'entreprise. »</p> <p>« Concernant la sélection de l'émetteur, il y a un regard certain sur la qualité des entreprises parce que les banques mettent leur nom sur une plaquette et veulent donc éviter que la société fasse faillite dans les trois mois. Il y a à la fois une recherche tout secteur d'activité, mais en même temps une grande vigilance sur la qualité des entreprises et nous savons qu'un tri se fait par toutes les banques à l'entrée, sur l'âge de la firme, sa rentabilité, etc. »</p>
<p>Le rôle d'une banque chef de file</p>	<p>« La banque chef de file réalise toute l'opération. Elle va coordonner les relations à l'intérieur du syndicat bancaire, réaliser le prospectus d'introduction en Bourse, gérer les relations avec l'AMF, coordonner le placement du papier. Coordonner veut dire réaliser l'essentiel du travail, mais pas forcément la totalité. »</p>
<p>Le rôle des autres membres du syndicat</p>	<p>« Le rôle des membres du syndicat bancaire est de garantir l'opération d'introduction en Bourse et d'assurer le placement des titres. Ces deux opérations sont faites par l'ensemble du syndicat, le chef de file dirigeant l'opération en plus de ces deux missions. »</p> <p>« Le chef de file a un rôle envers les autres membres du syndicat car il transmet l'information. Par définition, les autres membres du syndicat ont peu de relations avec l'émetteur. L'essentiel de l'opération est géré par la banque chef de file qui transmet l'information aux autres banques et remonte un certain nombre de</p>

<p>Points de négociation avec l'émetteur</p>	<p>remarques ou autres qui pourraient provenir de ses membres. Les membres du syndicat servent de courroie de transmission et c'est la banque chef de file qui centralise. »</p> <p>« La négociation porte sur les commissions bancaires essentiellement. Les autres aspects sont normés car nous sommes dans le cadre d'un appel public à l'épargne : il y a un prospectus à réaliser, des directives européennes qui le cadrent, des relations avec l'AMF, donc tout cela est sujet à discussion, mais à mon avis, le principal sujet de discussion reste les commissions bancaires. »</p> <p>« Il doit y avoir une convergence entre les intérêts de l'actionnaire qui a une idée précise de ce que va lui rapporter l'entreprise au moment de l'introduction en Bourse et les intérêts de la banque chef de file qui essaie de s'assurer que l'opération sera réussie, qu'il n'y a pas de risque de non-placement des titres, etc. Par conséquent, un consensus doit être établi entre les deux parties, et cela se fait dans la douleur. »</p>
<p>Sélection du syndicat bancaire</p>	<p>« Pour moi, c'est l'émetteur qui constitue le syndicat bancaire. Il peut dans certains cas se faire plus ou moins aider par sa banque chef de file, mais tout dépend de la taille de l'opération, du nombre de banques dans le syndicat et de sa connaissance du marché. Vous avez également des entreprises qui ont des relations bancaires importantes et qui insistent pour que leurs principaux banquiers partenaires fassent partie du syndicat. Si vous prenez le cas d'une entreprise informatique qui est très peu bancarisée, qui a peu d'historique et peu de connaissances, elle s'en remettra à sa banque chef de file. Pour moi, celui qui a donc clairement le dernier mot est l'émetteur. »</p> <p>« La plupart des banques ont une activité d'<i>Equity Capital Markets</i>. Si vous êtes une société d'une certaine taille et que vous avez un certain nombre de relations bancaires, vous savez bien que ces banques ont une activité ECM. Vous les faites donc participer, ou bien parce que ce sont vos partenaires, ou bien parce qu'ils sont compétents. »</p> <p>« Cette opération de sélection des membres du syndicat se fait de moins en moins. Nous sommes très rarement invités par une autre banque de la place mais plus souvent invités par un émetteur. Lorsqu'une banque chef de file sélectionne les membres du syndicat, je pense que le critère de complémentarité, d'expertise de la banque, ses opérations réalisées sont des critères de sélection plutôt que les capacités de placement ou les relations avec les investisseurs, car ces critères ne sont pas connus des banques entre elles. Une banque est incapable de dire quelle est la capacité de placement d'une banque concurrente ou la qualité de ses clients institutionnels. En revanche, elle saura dire que telle banque dans le secteur des télécommunications a réalisé telles opérations, qu'elle est compétente sur ce secteur. La notion de compétence dans un marché est tout aussi importante. Prenons par exemple le cas de BNP. Si elle réalise une opération de moyenne taille en France et qu'elle cherche un co-chef de file, elle ne va pas aller démarcher Goldman Sachs parce que ce n'est pas sa spécialité, elle va plutôt chercher parmi les spécialistes des <i>mid-caps</i> en France. »</p>
<p>Garantie de l'opération d'émission</p>	<p>« La capacité de garantie est une garantie supportée par le syndicat en totalité dans 100 % des cas. Il existe bien sûr des règles de partage, cela se fait de façon solidaire... Nous ne dépassons pas 15 % des titres maximum à stabiliser. »</p>
<p>Coût de l'opération d'émission</p>	<p>« Vous savez sans doute qu'il existe trois types de commissions : de direction, de garantie et de placement. Ces trois commissions forment un ensemble qui fait l'objet de négociations intenses. La banque chef de file pourrait essayer de défendre sa commission de direction mais généralement, on négocie une commission globale. La répartition est plutôt 20/20/60, soit 20 % pour la direction et la garantie et 60 % pour le placement. Pour le versement de ces commissions, le chef de file s'occupe de remettre les commissions aux autres membres du syndicat. »</p>

Phénomène de sous-évaluation	<p>« Je ne suis pas tout à fait d'accord sur le principe du manque de gains pour l'émetteur au premier jour de cotation. Tout d'abord, il convient de distinguer entre émetteur et actionnaire, car souvent dans une opération d'émission, la perte éventuelle est pour l'émetteur mais une partie de cession est pour l'actionnaire. L'entreprise souhaite généralement, surtout si la part de cession est importante, que le prix d'introduction ne soit pas trop élevé pour qu'elle réalise de bonnes performances et une belle courbe et qu'ensuite les actionnaires soient contents. Si vous avez un cours qui progresse très peu et qui ensuite va être capé car il a été vendu trop cher, les actionnaires seront mécontents. Il faut savoir que le marché primaire est un marché de gros, il faut offrir aux investisseurs des sociétés qui ne sont pas cotées, qu'ils ne connaissent pas, il faut donc offrir une décote pour les attirer. Quand vous avez une société qui cote déjà, l'investisseur peut acheter et vendre au prix de marché. Dans le cas de l'IPO, vous proposez des actions et vous ne savez pas s'il y a un intérêt de la part des investisseurs. Il y a donc un facteur risque qui doit être compensé par une décote. Une opération bien faite est aussi une opération dans laquelle le cours n'évolue pas de 30 % au premier jour, parce que dans ces conditions, les actionnaires pourraient se demander s'ils n'ont pas laissé trop d'argent sur la table. »</p>
------------------------------	---

Table des illustrations

Tableau 1 – Principaux avantages et inconvénients d’une introduction en Bourse.....	20
Tableau 2 – Prédications empiriques des principales théories sur les coûts d’introduction en Bourse	25
Tableau 3 – Coûts d’introduction en Bourse dans les principaux marchés internationaux.....	27
Tableau 4 – Richesse de l’investisseur après cotation.....	45
Tableau 5 – Richesse de l’investisseur en fonction de la valeur de marché des titres	50
Tableau 6 – Sous-évaluation des introductions en Bourse dans les pays d’Europe et d’Amérique du Nord	75
Tableau 7 – Structure du syndicat bancaire selon le type d’émission	100
Tableau 8 – Travaux empiriques concernant la sous-évaluation et la réputation du chef de file	122
Tableau 9 – Travaux empiriques concernant la sous-performance à long terme et la réputation de la banque chef de file.....	129
Tableau 10 – Travaux empiriques concernant la relation entre le coût d’IPO et la réputation du chef de file	136
Tableau 11 – Coûts d’introduction en Bourse dans les principaux marchés internationaux.....	136
Tableau 12 – Introductions en Bourse françaises sur le compartiment A d’Eurolist.....	153
Tableau 13 – Principaux indicateurs financiers d’Electricité de France.....	155
Tableau 14 – Indicateurs financiers d’EDF et de ses comparables	163
Tableau 15 – Classement des banques d’affaires dans les <i>league tables</i>	168
Tableau 16 – Tableau de synthèse des études de cas analysées	179
Tableau 17 – Caractéristiques des 13 entretiens réalisés.....	188
Tableau 18 – Tableau de synthèse des conclusions de notre étude qualitative	218
Tableau 19 – Distribution de notre échantillon sur la période 1995-2005.....	246
Tableau 20 – Statistiques descriptives de notre échantillon	247
Tableau 21 – Distribution du nombre de banques du syndicat	251
Tableau 22 – Matrice des coefficients de corrélation.....	253
Tableau 23 – Régression binomiale négative sur l’échantillon global	256
Tableau 24 – Régression binomiale négative sur l’échantillon allemand.....	258
Tableau 25 – Régression binomiale négative sur l’échantillon britannique	260
Tableau 26 – Régression binomiale négative sur l’échantillon français.....	262

Schéma 1 – Objectifs des principaux intervenants dans une introduction en Bourse.....	14
Schéma 2 – Relations et conflits potentiels lors d’une introduction en Bourse	29
Schéma 3 – Séquence des événements.....	58
Schéma 4 – Etapes de fixation du prix d’offre d’EDF	162
Schéma 5 – Syndicat bancaire en charge de l’introduction en Bourse d’EDF.....	167

Graphique 1 – Evolution du titre de l’action EDF	173
Graphique 2 – Exercice de l’option de surallocation par les banques garantes.....	176

Table des matières

Introduction générale	1
-----------------------------	---

Premier chapitre

Apports théoriques et cadre de recherche

Section I – Introduction en Bourse, asymétries d’information et anomalies des marchés boursiers11

1- La décision d’introduction en Bourse	13
1-1 Avantages et inconvénients d’une introduction en Bourse	15
1-1-1 Les avantages d’une introduction en Bourse.....	15
1-1-2 Les inconvénients d’une introduction en Bourse.....	18
1-2 Les coûts d’introduction en Bourse.....	20
1-2-1 Les coûts <i>ex ante</i>	21
1-2-2 Les coûts <i>on going</i>	21
a- La rémunération des intermédiaires financiers et des sociétés de Bourse.....	22
b- Les frais liés aux opérations de communication	22
c- Les frais liés à la publicité financière	23
d- La redevance AMF.....	23
1-2-3 Les coûts <i>ex post</i>	24
1-2-4 Les coûts d’introduction en Bourse dans la littérature financière.....	24
2- Introduction en Bourse et asymétries d’information	28
2-1 Asymétrie d’information entre l’émetteur et l’intermédiaire-introducteur	31
2-1-1 Le modèle de Baron (1982)	33
2-1-2 Les trois alternatives du modèle.....	35
2-1-3 Le contrat de délégation optimal	36
2-1-4 Les conclusions du modèle	40
2-2 Asymétrie d’information entre investisseurs	41
2-2-1 Le modèle de Rock (1986).....	42
2-2-2 Le prix d’offre optimal	50
2-2-3 Conclusion du modèle	52
2-2-4 Illustration du modèle de Rock (1986)	52
2-2-5 Les approches alternatives de l’asymétrie d’information entre investisseurs.....	53
2-3 Asymétrie d’information entre l’émetteur et les investisseurs.....	57
2-3-1 Le modèle d’Allen et Faulhaber (1989).....	57
2-3-2 Equilibres séparants et mélangeants	62
2-3-3 Eléments empiriques et implications	65
2-3-4 Conclusion du modèle	66

3- Explications du phénomène de sous-évaluation des introductions en Bourse	68
3-1 Raisons de la sous-évaluation des titres lors des introductions en Bourse.....	68
3-2 La sous-évaluation dans la littérature financière et les hypothèses alternatives.....	69
3-2-1 L'hypothèse du facteur de compensation.....	69
3-2-2 L'hypothèse de maximisation de la richesse des actionnaires.....	70
3-2-3 L'hypothèse d'aversion au risque et de réputation de la banque chef de file	71
3-2-4 L'hypothèse d'assurance contre les poursuites et litiges éventuels	72
3-2-5 L'hypothèse de signal au marché	73
3-2-6 L'hypothèse de perte de contrôle	74
3-3 La sous-évaluation dans les marchés boursiers mondiaux : un phénomène généralisé	75
Conclusion	79
Section II – Banque chef de file et syndication bancaire	81
1- Les fonctions et responsabilités de la banque chef de file	82
1-1 Les responsabilités du banquier chef de file	84
1-2 Le rôle de la banque chef de file	88
1-2-1 Critères de sélection de la banque chef de file	89
1-2-2 Le choix de la banque chef de file dans la littérature financière.....	91
1-3 La fonction certification de la banque chef de file	93
2- Importance de la syndication bancaire.....	96
2-1 Raisons de la constitution des syndicats bancaires.....	96
2-2 Modalités de constitution des syndicats bancaires	98
2-3 Les syndicats bancaires dans la littérature financière.....	101
3- La réputation de la banque chef de file	105
3-1 Définition de la notion de réputation.....	105
3-2 Les différentes mesures de la réputation du chef de file.....	108
4- La réputation de la banque chef de file et les anomalies des marchés boursiers.....	114
4-1 Réputation de la banque chef de file et sous-évaluation à l'introduction en Bourse	114
4-2 Réputation de la banque chef de file et sous-performance à long terme.....	123
4-3 Réputation de la banque chef de file et coûts d'introduction en Bourse.....	130
Conclusion	137

Deuxième chapitre

Etude de cas et démarche qualitative

Section I – Etude de cas de l'introduction en Bourse d'EDF	141
1- Illustration de l'introduction en Bourse de Microsoft	143
2- Illustration de l'introduction en Bourse de Google.....	145
3- Etude de cas : L'introduction en Bourse d'Electricité de France.....	153

3-1 Raisons de l'opération d'introduction en Bourse	154
3-2 Caractéristiques de l'opération et procédure de cotation	158
3-3 Valorisation du titre EDF et fixation du prix d'offre.....	161
3-4 Choix du syndicat bancaire et sélection de la banque chef de file	166
3-5 Parcours boursier du titre après cotation	171
Conclusion	183
Section II – Démarche qualitative	185
1- Méthodologie utilisée	186
1-1 Choix du type d'entretien	186
1-2 Elaboration du guide d'entretien.....	186
1-3 Echantillon des interviewés	187
2- Analyse des entretiens réalisés	189
2-1 La grille de lecture des entretiens.....	189
2-2 Les commentaires sur les propos des professionnels	190
2-2-1 Quelles sont les caractéristiques du marché des mandats d'introduction en Bourse ?.....	190
2-2-2 Quel est le rôle du syndicat bancaire dans un mandat d'introduction en Bourse ?.....	193
2-2-3 Les critères de sélection Emetteur / Banque chef de file	196
a- Sur quels critères l'émetteur choisit-il la banque chef de file ?.....	196
b- Sur quels critères le chef de file sélectionne-t-il l'entreprise émettrice ?.....	201
c- Qui décide de la constitution du syndicat bancaire ?.....	202
d- Quelle est la définition d'une banque de « bonne réputation » ?.....	204
2-2-4 Quels sont les points de négociation entre l'émetteur et la banque chef de file ?.....	206
a- La négociation du prix d'offre	207
b- La négociation des commissions bancaires	209
2-2-5 La sous-évaluation des titres aux premiers jours de cotation	212
2-2-6 La garantie de bonne fin et l'option de stabilisation des titres	215
Conclusion	223

Troisième chapitre

Recherche empirique sur le marché boursier européen (1995-2005)

Section I – Syndicat bancaire et risque de placement : apports théoriques.....	229
1- Syndicat bancaire et risque de placement.....	231
2- Syndicat bancaire et réputation de la banque chef de file.....	235
Section II – Etude empirique sur le marché européen	237
1- Méthodologie et variables	237
1-1 Méthodologie appliquée.....	237

1-2 Variables du modèle.....	240
2- Echantillon et statistiques descriptives.....	245
2-1 Echantillon d'introduction en Bourse.....	245
2-2 Statistiques descriptives	247
3- Résultats des modèles de régression	254
Conclusion	263
Conclusion générale.....	265
Bibliographie.....	273
Annexes	287
Table des illustrations	341

Résumé

L'introduction en Bourse est une opération de financement majeure dans la vie d'une entreprise. Le choix des intermédiaires-conseils revêt une importance capitale, particulièrement celui du syndicat bancaire dont les responsabilités sont importantes, à l'image de la certification du prix d'émission et la réussite du placement des titres. Les multiples asymétries d'information et les anomalies des marchés boursiers impliquent pour l'émetteur de prendre les bonnes décisions. Nous nous intéressons particulièrement à la compréhension des critères de sélection utilisés par l'entreprise émettrice dans le choix de la banque chef de file. Parmi ceux-ci, le critère de réputation dont les travaux empiriques, majoritairement outre-Atlantique, ont mis en évidence l'impact positif dans l'atténuation des déviations observées sur le marché boursier. La démarche suivie pour argumenter cette thèse nous a conduits, dans le premier chapitre à justifier notre positionnement théorique et à développer notre cadre de recherche. Dans le deuxième chapitre, nous présentons une étude de cas de l'introduction en Bourse d'Electricité de France, opération européenne majeure réalisée durant cette dernière décennie et entreprenons une démarche qualitative dans laquelle nous prenons en compte la réalité économique et financière. Enfin, la vérification empirique de cette problématique est développée dans le troisième chapitre. Nous réalisons une étude statistique sur un échantillon d'introductions en Bourse européennes afin d'apporter des éclaircissements sur la structure de la syndication bancaire et examinons le lien de cette structure avec la réputation de la banque chef de file.

Mots clefs français : Banque chef de file, syndicat bancaire, introduction en bourse, réputation, décote initiale, Europe

Abstract

The initial public offering is a major financing operation in a company's life. The choice of advising intermediaries is of paramount significance. This is the case in particular for the underwriting syndicate whose responsibilities, such as the certification of the issue price and the successful placement of securities are important. Multiple information asymmetries and anomalies in stock markets involve the issuer making the right decisions. We pay particular attention to a thorough understanding of the selection criteria used by the issuing firm in the choice of the lead manager. One of these is the reputation criteria, observed in empirical studies, mostly from across the Atlantic, which have highlighted its positive impact in mitigating stock market deviations. The approach we followed to develop this thesis led us, in the first chapter, to justify our theoretical positioning and to develop our research framework. In the second chapter, we carried out a case study of the Electricité De France IPO, a major European issue during this last decade and undertook a qualitative approach in which we covered the economic and financial realities. Finally, the empirical verification of this issue was developed in the third chapter. We carried out a statistical study based on a sample of European IPOs in order to clarify the structure of the underwriting syndicate and explore the relationship of this structure with the lead manager reputation.

Keywords : Lead manager, underwriting syndicate, IPO, reputation, underpricing, Europe

Unité de recherche/Research unit : <i>Lille School of Management Research Center, Skema Business School Lille Campus, Euralille, http://www.skema-research.com/</i>
Ecole doctorale/Doctoral school : <i>Ecole doctorale des sciences juridiques, politiques et de gestion, n° 74, 1 place Déliot, 59000 Lille, http://edoctore74.univ-lille2.fr</i>
Université/University : <i>Université Lille 2, Droit et Santé, 42 rue Paul Duez, 59000 Lille, http://www.univ-lille2.fr</i>