



# LES PROCÉDURES D'INTRODUCTION EN BOURSE EN EUROPE : ÉVOLUTION DES PRATIQUES ET PERSPECTIVES

EMMANUEL BOUTRON \*  
JEAN-FRANÇOIS GAJEWSKI \*\*  
CAROLE GRESSE \*\*\*  
FLORENCE LABÉGORRE \*\*\*\*

**L**es procédures d'introduction en Bourse règlent à la fois la fixation du prix d'introduction et l'allocation des titres. Elles ont donc des effets aussi bien sur la richesse des actionnaires que sur le contrôle de l'entreprise. L'importance de leurs enjeux financiers et stratégiques conduit à s'interroger sur les mérites et les inconvénients des différents mécanismes d'introduction. L'Europe est un terrain d'investigation approprié à la réalisation de ce bilan critique en raison de la diversité de ses contextes institutionnels et des procédures d'introduction disponibles. Du fait de cette diversité, l'harmonisation des marchés primaires, dans une perspective de concentration des Bourses européennes, semble plus difficile à réaliser que celle des marchés secondaires. D'une part, les différences de réglementation et de fonctionnement sont plus importantes que pour la négociation sur le marché secondaire. D'autre part, les Bourses ne sont pas les seuls acteurs concernés car les banques d'affaires, dans bien des cas, ont le contrôle du marché primaire. Nous proposons donc, dans cet article, une analyse institutionnelle, critique et empirique des mécanismes d'introduction

\* Maître de conférences à l'Université Paris X Nanterre, CEROS.

\*\* Professeur à l'Université Paris XII Val-de-Marne, IRG.

\*\*\* Professeur à l'Université Paris X Nanterre, CEROS, Délégué CNRS à DRM-CEREG, Université Paris-Dauphine.

\*\*\*\* Maître de conférences à l'IAE de Lille, CLAREE.



en Europe. La première section expose le déroulement d'une introduction en Bourse dans le contexte institutionnel européen. La seconde section présente les avantages et les inconvénients des trois grands mécanismes d'introduction : l'offre à prix ferme, les enchères et le livre d'ordres. La dernière section montre comment ces procédures ont été utilisées en Europe au cours de la dernière décennie et permet de s'interroger sur leur évolution à venir.

### *LE CONTEXTE INSTITUTIONNEL EUROPÉEN*

Pour une entreprise, s'introduire en Bourse signifie créer un marché pour ses titres. Le candidat doit remplir un certain nombre de conditions définies pour l'essentiel par les autorités boursières. Son changement de statut se prépare avec l'aide de professionnels financiers, comptables et juridiques. L'une des décisions les plus importantes pendant cette période préparatoire est le choix de la procédure de première cotation et d'allocation des titres.

#### *Les conditions juridiques d'admission<sup>1</sup>*

En Europe, les marchés d'actions réglementés sont généralement scindés en trois compartiments : un marché principal ou premier marché (*Main Market*) qui accueille les plus grandes capitalisations boursières, un marché parallèle ou Second marché (*Parallel Market*), regroupant les valeurs moyennes et un marché de croissance ou nouveau marché (*New Market*), où sont cotées les valeurs de croissance.

Sur les marchés principaux, les candidats doivent généralement produire les comptes certifiés des trois derniers exercices. Ils doivent également satisfaire des critères de taille en termes de capitaux propres. La capitalisation boursière minimale exigée est de l'ordre de quelques millions d'euros dans un bon nombre de pays (1 M€ environ au Royaume-Uni, 1,25 en Allemagne, 1,5 en Espagne, 2,5 au Portugal, 4 en Finlande, 5 aux Pays-Bas). Le pays le plus exigeant était la France jusqu'en 2005 avant la réforme de la cote d'Euronext, avec un minimum de 700 à 800 M€, loin devant la Suède (33 M€), l'Italie (20 M€) et la Belgique (15 M€). Les firmes candidates sur les marchés principaux doivent aussi s'engager à diffuser dans le public en moyenne plus de 25 % du capital. De rares pays font exception à la règle des 25 % : les Pays-Bas jusqu'en 2005 (10 %) et la Turquie (entre 5 et 15 % selon la taille de l'entreprise). Au cours de l'année 2005, Euronext a fusionné ses premiers marchés nationaux en une cote unique, l'Eurolist, où la règle d'un flottant minimal de 25 % est généralisée et où les critères de taille minimale requise à l'introduction ont été abandonnés.

Les conditions d'accès aux marchés parallèles sont assez hétérogènes,



mais toujours moins contraignantes que sur les marchés principaux. Les entreprises doivent fournir les comptes consolidés des deux derniers exercices et diffuser au moins 10 % des titres dans le public (15 % au minimum en Finlande, 20 % en Espagne, en Grèce et en Suède). De manière générale, aucune condition de taille n'est requise. Une capitalisation boursière minimale est cependant exigée en Pologne (3,4 M€), en Autriche (0,725 M€) et en Italie (1 M€). En France et au Portugal, avant la réforme de 2005, la capitalisation boursière minimale requise sur les seconds marchés était respectivement de 15 M€ et d'1 M€. Notons que le LSE au Royaume-Uni, Euronext Amsterdam, Euronext Bruxelles<sup>2</sup> et la Bourse d'Istanbul n'ont pas de compartiment spécifique aux valeurs moyennes, et qu'Euronext a récemment supprimé les seconds marchés français et portugais. En effet, Eurolist est désormais le seul segment de marché réglementé sur Euronext.

Sur les nouveaux marchés, les exigences en termes d'historique comptable sont variables (de 0 à 3 ans selon les pays). Leurs spécificités communes sont l'exigence d'une augmentation de capital à l'introduction et les clauses de *lock up*. Environ 20 % du capital doit être mis sur le marché (15 % en Finlande, 25 % en Belgique et 30 % en Italie) et doit provenir pour moitié d'une augmentation de capital, sauf en Grèce où cette proportion est de 80 %. Dans le but de protéger les nouveaux investisseurs, des clauses de *lock up* obligent les dirigeants-actionnaires à conserver un certain pourcentage de leurs titres après l'admission pendant une période de 6 mois à 3 ans selon les Bourses.

Notons toutefois que l'existence d'un nouveau marché n'est pas systématique : l'Autriche, la Pologne, ou la Suède n'ont jamais créé de marché spécifique pour les entreprises à forte croissance, tandis que d'autres pays ont fermé le leur : l'Allemagne en 2003, la Suisse en 2004, la France, la Belgique et le Portugal en 2005. Enfin, au Royaume-Uni, le *London Stock Exchange* (LSE) a conçu son marché de petites valeurs selon des critères différents de ceux des autres Bourses. L'*Alternative Investment Market* (AIM) est un segment de marché non réglementé qui accueille des micro-capitalisations, quel que soit leur secteur industriel, sans aucune exigence de taille minimale, d'augmentation de capital ou de période de *lock up*. L'admission à la cote y est totalement contrôlée par les intermédiaires introducteurs (*Nominated Advisers*). Euronext a suivi cet exemple en créant un segment de marché similaire, Alternext, en 2005.

### *Le déroulement général d'une introduction en Bourse*

Les banques introductrices orchestrent le processus d'introduction. Elles mettent en relation l'entreprise candidate avec les différentes parties prenantes : autorités de marché, agence de communication,



entreprise d'investissement, commissaires aux comptes et éventuels conseils juridiques. Outre la préparation et le montage du dossier d'introduction, les banques introductrices sont également chargées de placer les titres auprès des investisseurs. Leur engagement est défini contractuellement. Dans un contrat de placement pour compte (*best effort contract*), les banques sont tenues de mettre tout en œuvre pour placer les titres ; elles ont donc une obligation de moyen. Quand le placement est garanti (*firm commitment*), les banques s'engagent à acquérir les titres non placés et garantissent la bonne fin de l'opération. Dans un contrat de prise ferme, la banque introductrice achète les titres mis à la disposition du public pour les revendre ensuite auprès d'institutionnels ou de particuliers. Par ailleurs, dans la plupart des pays européens, ce sont les banques introductrices qui s'occupent de centraliser les ordres et de répartir les titres entre les investisseurs. Elles peuvent se regrouper en un syndicat pour les opérations importantes. En échange de leurs différents services, elles perçoivent des commissions ne dépassant pas en moyenne 7 % des fonds levés (Chahine, 2002 ; Torstila, 2003).

Une fois la société prête, d'un point de vue juridique et comptable, à être admise à la cote, elle détermine avec la banque introductrice les conditions de l'offre, c'est-à-dire l'origine et le nombre de titres offerts, ainsi que le prix d'introduction. Les titres mis à la disposition du public peuvent être des titres anciens et/ou nouveaux, selon qu'ils résultent de la cession de titres par les actionnaires anciens ou d'une augmentation de capital. Le nombre minimal de titres offerts dépend du segment sur lequel l'entreprise désire s'introduire. Il est toutefois modulable : en cas de demande excessive, des clauses de sur-allocation (*green shoe*) permettent au syndicat bancaire de vendre 10 % à 15 % de titres supplémentaires. Le prix d'introduction est déterminé en trois temps. De l'application de méthodes d'estimation classiques résulte une première évaluation de l'entreprise. Cette valeur est ensuite décotée de 10 % à 20 %, compte tenu de l'état du marché au moment de l'introduction en Bourse et du secteur d'activité de l'entreprise. Le prix final est décidé à l'issue de négociations parfois difficiles entre la banque introductrice et la société et selon des modalités propres à la procédure d'introduction retenue (voir *infra*). Les conditions de l'opération sont décrites dans le prospectus d'introduction visé par les autorités de marché et publié quelques jours avant la première cotation.

#### *Les procédures de première cotation et d'allocation des titres*

D'une manière générale, les mécanismes de première cotation ne sont pas gérés par les Bourses, mais délégués aux banques d'affaires. Euronext Paris et la Bourse d'Istanbul font exception à cette règle en mettant à la



disposition des firmes introductrices des mécanismes de première négociation. Dans tous les cas, lors d'une introduction en Bourse, la méthode de détermination du prix et d'allocation des titres varie selon la procédure utilisée. Nous présenterons successivement les trois grands types de mécanisme d'introduction : l'offre à prix ferme, les enchères et la méthode du livre d'ordres ou placement. Quand la demande excède l'offre, se pose la question des critères d'allocation des titres, c'est-à-dire de réduction des ordres soumis. Concernant les investisseurs particuliers, des règles explicites sont appliquées et trois solutions sont envisageables : l'élimination des ordres excessifs ou des petits ordres (ceux pour lesquels les frais de vente excéderaient l'éventuelle plus-value de cession), la réduction de tous les ordres au prorata du pourcentage de sur-souscription ou de la quantité demandée et le tirage aléatoire. Pour les investisseurs institutionnels, l'allocation peut être à la discrétion de la banque introductrice. Elle peut alors soit privilégier les ordres passés auprès des membres du syndicat, soit tenir compte de la qualité de l'investisseur<sup>3</sup>.

#### *L'offre à prix ferme (OPF)*

L'offre à prix ferme prend généralement le nom de *fixed-price offering*. Au Royaume-Uni toutefois, elle est désignée par *offer for subscription at fixed price* pour une émission de nouveaux titres ou *offer for sale at fixed price* quand seuls des titres anciens sont cédés.

Dans le cadre d'une procédure d'offre à prix ferme, le prix et la quantité de titre offerts sont annoncés par les introducteurs et l'émetteur quelques jours avant l'introduction et sont, en principe, définitifs. Seuls les ordres libellés à ce prix sont acceptés. Le prix d'offre étant fixé définitivement, il est le premier cours coté. Les titres sont répartis au prorata des ordres soumis. Un taux de service minimal est parfois prévu. Dans ce cas, si la sur-souscription ne permet pas de respecter ce taux minimal, l'offre est annulée et peut être réitérée à un prix supérieur.

#### *Les enchères*

Les enchères, appelées *auctions* ou *tender offerings* en termes anglosaxons, sont dénommées *offer for subscription by tender offer* ou *offer for sale by tender offer* au Royaume-Uni selon que l'introduction se fait avec émission de titres nouveaux ou sans. Une enchère débute par l'annonce d'un prix minimal (ou prix de réserve) et de la quantité de titres offerts. Ensuite, les investisseurs, particuliers ou institutionnels, soumettent des ordres à cours limité mais supérieur au prix minimum. Le commissaire-priseur, qui peut être l'entreprise de marché en France et en Turquie ou la banque introductrice dans les autres pays européens, fixe le prix d'introduction définitif au regard du carnet des souscriptions. Dans une



enchère pure, dite enchère à la hollandaise (*Dutch auction*), les ordres d'achat sont servis en ordre décroissant de limite de prix jusqu'au prix d'équilibre, c'est-à-dire jusqu'à la première limite de prix permettant d'égaliser le nombre de titres demandés au nombre de titres offerts. L'enchère est dite discriminatoire si les ordres compatibles avec le prix d'équilibre sont servis au prix limite qui les caractérise, et non discriminatoire s'ils sont servis à un prix unique égal au prix d'équilibre. À notre connaissance, toutes les enchères réalisées en Europe sont non discriminatoires, sauf en Turquie. Elles ne sont pas « pures » en ce sens que des règles viennent contraindre le jeu de l'offre et de la demande, notamment l'élimination des ordres en dehors de la fourchette indicative publiée (cas de l'offre à prix ouvert française), la disqualification des ordres à prix excessif considérés comme des ordres au mieux déguisés (exemple de l'offre à prix minimal en France), le rationnement de la demande au prorata en cas de sur-souscription...

#### *La méthode du livre d'ordres ou placement*

Dans la méthode du livre d'ordres, appelée *book-building* aux États-Unis, *placing* au Royaume-Uni, et placement en France, la banque introductrice joue un rôle central. Cette procédure s'adresse aux investisseurs institutionnels. Dans un premier temps, la banque introductrice publie une fourchette de prix. Après l'obtention du visa de l'organisme régulateur, elle ouvre un livre d'ordres dans lequel elle recueille les intentions d'achat des investisseurs, d'où le terme de *book-building* ou construction du livre d'ordres. À l'issue de cette période de pré-marketing, elle fixe le prix définitif et répartit les titres entre les investisseurs de façon discrétionnaire.

Dans certains pays européens, la méthode du livre d'ordres est combinée à une offre publique afin d'ouvrir la souscription aux particuliers et d'élargir la base de l'actionnariat. L'offre publique se déroule alors soit simultanément, soit postérieurement au placement. Si elle se fait par OPF, son prix est celui déterminé au préalable dans la procédure de placement. Si elle s'effectue par enchère, elle peut aboutir à un prix différent. Afin de ne pas léser les investisseurs individuels, certaines autorités boursières, *e.g.* Euronext Paris, imposent que le prix de l'offre publique n'excède pas celui du placement.

La méthode du livre d'ordres utilisée en Europe se démarque du *book-building* américain à deux titres. Premièrement, le chef de file perçoit les commissions et les répartit entre les membres du syndicat proportionnellement au nombre de titres placés et non pas de façon discrétionnaire. Deuxièmement, les analystes affiliés aux banques du syndicat de placement ne sont pas astreints à une période de silence (*quiet period*<sup>4</sup>).

Le tableau n° 1 récapitule les procédures d'introduction en vigueur en Europe.

**Tableau n° 1**  
**La comparaison des différents mécanismes d'introduction**

	Offre à prix ferme	Enchère	Livre d'ordres
<b>Investisseurs participant à l'offre</b>	Institutionnels et particuliers	Institutionnels et particuliers	Institutionnels
<b>Prix d'offre initial</b>	Prix ferme et définitif	Prix minimal ou fourchette de prix	Fourchette de prix
<b>Prix d'introduction définitif</b>	Égal au prix d'offre initial	Fixé de façon à équilibrer l'offre et la demande	Fixé par la banque chef de file en fonction des ordres soumis
<b>Entité centralisatrice des ordres</b>	La banque chef de file ou la Bourse	La banque chef de file ou la Bourse	La banque chef de file
<b>Ordres acceptés</b>	Ordres au prix d'introduction	Ordres à cours limité Ordres à tout prix dans certains cas	Ordres à tout prix Ordres à cours limité
<b>Ordres servis</b>	Tous	Ordres dont la limite $\geq$ au prix d'introduction définitif Élimination des ordres dont la limite $<$ au prix minimal Élimination des ordres à prix excessif dans certains cas	Ordres à tout prix Ordres dont la limite $\geq$ au prix d'introduction définitif
<b>Critères d'allocation des titres</b>	Non discrétionnaire / réduction prorata	Non discrétionnaire / réduction prorata ou suivant la priorité de prix selon le type d'enchère	À la discrétion du syndicat
<b>Pays où la procédure est utilisée</b>	Tous sauf l'Autriche, l'Espagne, la Finlande et la Grèce	France, Pays-Bas, Pologne, Portugal, Royaume-Uni, Turquie	Tous (Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Italie, Pays-Bas, Pologne, Portugal, Royaume-Uni, Suède, Suisse, Turquie)





### *LES AVANTAGES ET LES INCONVÉNIENTS DES DIFFÉRENTES PROCÉDURES*

Les procédures d'introduction ont connu un succès inégal. Sur un échantillon de 1 441 introductions en Bourse réalisées en Europe entre 1992 et 1999, 62,4 % ont utilisé la méthode du livre d'ordres (Ljungqvist, Jenkinson et Wilhelm, 2003). Le placement serait-il la procédure la plus efficiente ? Pour tenter de répondre à cette question, chaque procédure a été analysée au regard de son coût, de sa capacité, d'une part, à déterminer un prix d'offre le moins sous-évalué possible par rapport à sa valeur fondamentale et, d'autre part, à répartir équitablement les titres entre les investisseurs. L'appréciation des procédures sera enfin envisagée du point de vue de chaque catégorie d'acteurs concernés : le candidat à l'introduction, les investisseurs et la banque introductrice.

#### *Les avantages de la méthode du livre d'ordres en justifient-ils le succès ?*

En principe, la méthode du livre d'ordres devrait conduire à la fixation d'un prix d'introduction relativement efficient puisque la banque décide du prix d'offre définitif après avoir sondé le marché. En effet, pour les défenseurs du placement, la période de pré-marketing et de construction du livre d'ordres permet à l'introducteur de collecter de l'information auprès des investisseurs institutionnels, et donc d'ajuster le prix d'introduction à la vraie valeur. En pratique, les banques n'adaptent que partiellement le prix d'offre à la demande du marché puisqu'en Europe, le prix d'introduction définitif est toujours compris dans la fourchette initiale, quels que soient les conditions du marché et l'intérêt des investisseurs pour l'opération (Ljungqvist et *alii*, 2003 ; Jenkinson et Jones, 2004). En outre, les titres introduits par la méthode du livre d'ordres sont en moyenne plus sous-évalués que dans les offres à prix ferme (Ljungqvist et *alii*, 2003) et dans les enchères (Derrien et Womack, 2003).

Cette sous-évaluation initiale moyenne a été diversement interprétée dans la littérature. Elle permettrait aux banques d'inciter les investisseurs professionnels à s'informer sur la valeur du candidat à l'introduction (Sherman et Titman, 2002) ou à révéler leurs réelles intentions d'achat (Derrien, 2005). Selon les thèses les plus récentes, elle viserait à attirer les petits investisseurs sur le marché secondaire, auxquels les investisseurs institutionnels pourraient alors revendre les titres souscrits au prix d'offre avec une confortable plus-value (Ljungqvist, Nanda et Singh, 2005).

Avec la méthode du livre d'ordres, la banque a toute latitude pour allouer les titres admis à la cote. Pour les uns, cette liberté est bénéfique parce qu'elle permettrait à l'émetteur de maximiser les fonds levés à





l'introduction (Benveniste et Busaba, 1997) et qu'elle serait utilisée en faveur des investisseurs à long terme (Cornelli et Goldreich, 2001 ; Jenkinson et Jones, 2004). Pour les autres (*e.g.* Degeorge, Derrien et Womack, 2004), l'opacité du processus d'allocation serait source d'abus et d'inégalité de traitement entre investisseurs. Selon les objectifs stratégiques de l'équipe dirigeante, elle peut privilégier les investisseurs institutionnels réputés exercer un contrôle actif de la direction ou, à l'inverse, les petits porteurs sans velléité de contrôle afin de protéger le pouvoir des actionnaires en place, les investisseurs étrangers ou nationaux, ou encore les clients réguliers ou potentiels de la banque.

*Les inconvénients de l'OPF justifient-ils son abandon progressif ?*

L'OPF souffre actuellement d'une certaine désaffection. Parmi les inconvénients de cette procédure, le plus fréquemment dénoncé est l'inélasticité du prix à la demande, qui peut conduire l'émetteur à sous-coter fortement son titre pour assurer la réussite de l'opération. Par ailleurs, comme les titres sont répartis au prorata de la demande, les ordres d'un faible montant sont défavorisés, et ce d'autant plus en cas de grand succès de l'opération. Les petits investisseurs sont victimes de la « malédiction du vainqueur » (Rock, 1986) : s'ils sont sûrs d'être servis en titres peu rentables, en revanche lors des bonnes affaires, leur demande est plus fortement rationnée car concurrencée par celle des investisseurs informés. En conséquence, les petits investisseurs auraient tendance à exagérer leur demande de titres pour obtenir un meilleur taux de service (Faugeron-Crouzet, 2001), et les bons candidats à l'introduction n'auraient d'autre choix que de sous-évaluer leur prix d'introduction pour s'assurer la participation des petits investisseurs (Rock, 1986). Les résultats empiriques confirment la forte sous-évaluation des OPF comparée aux enchères (Beckman et *alii*, 2001).

Des aménagements peuvent toutefois atténuer ces inconvénients. Par exemple, si une OPF n'aboutit pas du fait d'une trop forte demande, une seconde OPF peut être lancée à un prix supérieur au prix initialement défini. La fixité du prix d'offre devient alors toute relative. Il est également possible de protéger les intérêts des petits porteurs en déclarant leurs ordres prioritaires et en instaurant un taux de service minimal. Enfin, l'OPF demeure une procédure relativement bon marché comparée à la méthode du livre d'ordres (Ljungqvist, Jenkinson et Wilhelm, 2003). Les critiques adressées à l'OPF ne justifient donc pas totalement le quasi-abandon de cette procédure.

*Doit-on regretter le recours peu fréquent aux mécanismes d'enchère ?*

Les enchères présentent de nombreux avantages qui rendent difficilement compréhensible leur rareté. Tout d'abord, le prix définitif



est ajusté à la demande, certes partiellement, mais dans une plus forte mesure qu'avec la méthode du livre d'ordres (Biais, Bossaert et Rochet, 2002 ; Biais et Faugeron-Crouzet, 2002). C'est en effet avec les enchères que les prix d'introduction apparaissent les moins sous-évalués. Ensuite, contrairement à la méthode du livre d'ordres, elles répartissent les titres selon des critères objectifs et connus à l'avance : le critère de prix éventuellement complété par une réduction au prorata de la quantité demandée. Elles permettent également de satisfaire la demande des petits investisseurs plus équitablement que les OPF.

Cependant, si, en moyenne la technique de l'enchère minimise la sous-évaluation du titre à l'introduction, elle peut produire à l'inverse une surcote en défaveur des investisseurs sur le marché primaire. Pour cette raison, la plupart des procédures d'enchères sont impures et prévoient l'élimination des ordres aberrants ou la fixation d'un prix maximal. Enfin, son inconvénient majeur tient probablement au fait qu'elle est, en principe, assortie d'un placement pour compte propre (*best effort contract*) et non d'un placement garanti (*firm commitment*) comme la méthode du livre d'ordres.

#### *Le point de vue des différents acteurs*

10

Au regard de ce bilan, nous nous sommes demandés quelle procédure servait le mieux les intérêts des principales parties prenantes : le candidat à l'introduction, les petits investisseurs, les investisseurs professionnels et la banque introductrice.

À chaque profil d'émetteur semble correspondre un mécanisme d'introduction. La méthode du livre d'ordres convient aux sociétés jeunes et risquées, ayant besoin d'être encadrées et accompagnées lors de leur introduction en Bourse. Les mécanismes d'enchère ou les OPF seraient plus adaptés aux sociétés matures (Chemmanur et Liu, 2003). L'enchère sera plutôt choisie par des firmes bénéficiant d'une notoriété et d'un attrait suffisants pour ne pas avoir recours à un placement garanti ou un contrat de prise ferme.

Les enchères impures semblent la procédure optimale du point de vue des petits investisseurs pour plusieurs raisons. D'une part, elles minimisent le risque de surévaluation comparativement aux enchères pures. D'autre part, elles leur garantissent un taux de service correct. Le rationnement n'est, en effet, pas discrétionnaire et il est moindre qu'avec des enchères pures ou avec une offre à prix ferme. Enfin, les sociétés introduites par enchère seraient de meilleure qualité que celles introduites par OPF (Beckman *et alii*, 2001) ou par la méthode du livre d'ordres (Degeorge, Derrien et Womack, 2004).

Les investisseurs professionnels, en revanche, auraient plutôt intérêt



à opter pour une OPF ou pour la méthode du livre d'ordres. Avec une OPF, le prix d'introduction est souvent plus sous-évalué par rapport à la valeur fondamentale du titre qu'avec une procédure d'enchère, et comme tous les ordres sont retenus et rationnés au prorata de la quantité demandée, les gros investisseurs sont assurés d'être servis en titres rentables. Avec la méthode du livre d'ordres, les investisseurs professionnels peuvent espérer être récompensés des services rendus à la banque introductrice (souscription régulière de titres, révélation honnête de leurs intentions d'achat, soutien des cours et animation du marché secondaire du titre...).

La méthode du livre d'ordres semble enfin la procédure préférable pour les banques introductrices auxquelles elle confère une plus grande maîtrise du processus d'introduction et des commissions de placement et de courtage plus importantes (Boehmer et Fishe, 2004).

*L'ÉVOLUTION DES PRATIQUES DEPUIS 1995  
ET LES PERSPECTIVES  
SUR LES MARCHÉS PRIMAIRES EUROPÉENS*

Dans cette section, nous observons comment les enchères, l'offre à prix ferme et la méthode du livre d'ordres ont été utilisées en Europe entre 1995 et 2004, avant de nous interroger sur l'évolution à venir de ces procédures.

*L'analyse des procédures d'introduction utilisées*

Dans le tableau n° 2, pour chaque pays de notre échantillon, les introductions en Bourse sont réparties par mécanisme d'introduction.

Entre 1995 et 2004, 2 296 sociétés domestiques se sont introduites sur les marchés réglementés des quinze pays européens suivants : Allemagne (421), Autriche (26), Belgique (59), Espagne (36), Finlande (57), France (378), Grèce (192), Italie (138), Pays-Bas (50), Pologne (178), Portugal (16), Royaume-Uni (473), Suède (107), Suisse (71) et Turquie (94). En nous adressant aux différentes autorités boursières ou aux émetteurs eux-mêmes, nous avons recueilli le mécanisme d'introduction de 1 812 sociétés pour 10 des pays précités, soit 79 % du nombre total d'introductions précédemment indiqué. La Finlande, la Pologne, la Suède, la Suisse et les Pays-Bas ont été éliminés de l'analyse, faute d'avoir pu obtenir la procédure d'introduction des sociétés introduites sur ces marchés<sup>5</sup>.

*L'analyse géographique*

Le tableau n° 2 rapporte les taux d'utilisation des trois principaux mécanismes d'introduction (l'offre à prix ferme, l'enchère et le place-

ment) dans les 10 pays européens de notre échantillon. L'offre à prix ferme est utilisée dans tous les pays, excepté en Autriche, en Espagne, en Finlande et en Grèce. Si elle est majoritairement utilisée en Turquie et dans une moindre mesure au Portugal, en Belgique et en France, elle est tombée en désuétude en Allemagne, au Royaume-Uni et en Italie.

**Tableau n° 2**  
**La répartition des introductions par pays et par procédure**

	Offre à prix ferme		Enchères		Placement		Total
	en nombre	en %	en nombre	en %	en nombre	en %	
Autriche	-	-	-	-	26	100 %	26
Belgique*	4	11 %	11	29 %	23	61 %	38
France	33	9 %	74	20 %	271	72 %	378
Allemagne	13	3,1 %	1	0,2 %	407	96,7 %	421
Grèce	-	-	-	-	192	100 %	192
Italie	1	0,7 %	-	-	137	99,3 %	138
Portugal	4	25 %	0	0 %	12	75 %	16
Espagne	-	-	-	-	36	100 %	36
Turquie	80	85,1 %	10	10,6 %	4	4,3 %	94
Royaume-Uni	4	0,8 %	0	0 %	469	99,2 %	473
Total	139	7,7 %	96	5,3 %	1 577	87 %	1 812

\* : L'information n'est disponible que pour 38 introductions sur 59.

L'enchère est encore largement utilisée en France, en Belgique et marginalement en Turquie, alors que l'Allemagne l'a abandonnée. Enfin, même si elle n'est plus guère employée au Portugal et au Royaume-Uni, il est toujours possible d'y faire appel.

Sur notre échantillon, la technique du livre d'ordres apparaît clairement comme la procédure dominante. Elle concerne plus de 7 introductions sur 8 et constitue même le seul mécanisme possible en Autriche, en Grèce et en Espagne. Elle est quasiment toujours accompagnée d'une procédure d'enchère ou d'une OPF en Belgique, en France, au Portugal et en Espagne<sup>6</sup>, et seulement occasionnellement au Royaume-Uni.

#### *L'analyse historique*

Le tableau n° 3 permet d'apprécier l'évolution des choix de mécanisme d'introduction au cours de la dernière décennie. Trois périodes peuvent être distinguées selon le nombre d'introductions réalisées. Sur les 1 812 sociétés composant notre échantillon, 305 se sont introduites

entre 1995 et 1997, 1 130 entre 1998 et 2000 et 377 entre 2001 et 2004. L'essentiel des introductions en Bourse de notre échantillon a donc eu lieu pendant la bulle Internet, de 1998 à 2001. Cette phase d'intense activité (*hot market*) est encadrée par deux périodes de plus faible activité boursière (*cold market*), de 1995 à 1997 et de 2001 à 2004.

**Tableau n° 3**  
**La fréquence des procédures d'introduction par période**

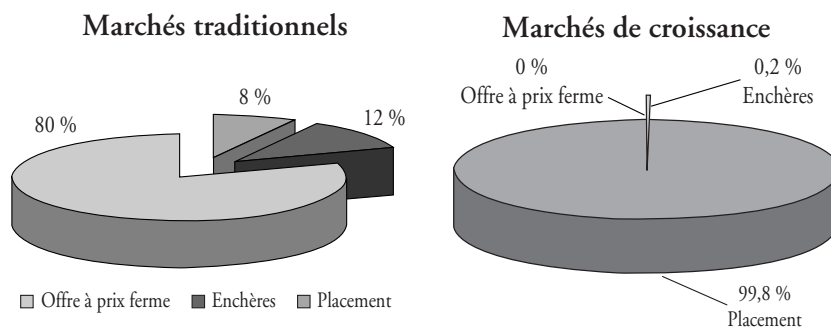
Procédure d'introduction	Période totale		Sous-périodes					
	1995-2004		1995-1997		1998-2000		2001-2004	
	en nombre	en %	en nombre	en %	en nombre	en %	en nombre	en %
OPF	139	7,67 %	71	23,28 %	60	5,31 %	8	2,12 %
Enchères	96	5,30 %	46	15,08 %	45	3,98 %	5	1,33 %
Placement	1 577	87,03 %	188	61,64 %	1 025	90,71 %	364	96,55 %
<b>Total</b>	<b>1 812</b>	<b>100,00 %</b>	<b>305</b>	<b>16,83 %</b>	<b>1 130</b>	<b>62,36 %</b>	<b>377</b>	<b>20,81 %</b>

Le tableau n° 3 fait apparaître l'engouement pour la méthode du livre d'ordres et le déclin plus ou moins marqué des autres procédures. Entre 1995 et 1997 plus de 60 % des introductions s'effectuaient par la méthode du livre d'ordres alors que ce pourcentage est supérieur à 90 % sur les périodes 1998-2000 et 2001-2004. À l'opposé, depuis 1995, l'offre à prix ferme et les enchères connaissent une désaffection croissante : elles représentent, à elles deux, moins de 5 % des introductions sur la période 2001-2004 contre près de 40 % de 1995 à 1997. Toutefois, la méthode des enchères semble avoir mieux résisté que l'offre à prix ferme au succès de la méthode du livre d'ordres pendant la phase spéculative. Sa capacité à limiter la sous-évaluation du prix d'introduction pendant les périodes de *hot market* pourrait expliquer que, sans concurrencer la méthode du livre d'ordres, elle reste raisonnablement utilisée entre 1998 et 2000 (Biais et Faugeron-Crouzet, 2002 ; Derrien et Womack, 2003).

#### *L'analyse des procédures par segment de marché*

La plupart des marchés européens ont créé un segment réservé aux entreprises à forte croissance. Tel a été le cas de l'Allemagne, de l'Espagne, de la France, de l'Italie et du Royaume-Uni, où sur 1 472 introductions, 845 ont été enregistrées sur les nouveaux marchés. Le graphique n° 1 permet d'observer si le segment de marché (nouveau marché/marché traditionnel) influence la procédure d'introduction adoptée.

### Graphique n° 1 La répartition des procédures par segment de marché



Les statistiques descriptives montrent que, sur les nouveaux marchés, la méthode du livre d'ordres est utilisée dans 99,8 % des cas. Ce résultat n'est pas étonnant compte tenu des caractéristiques des entreprises qui s'introduisent sur ces marchés. Giudici et Rosenboom (2004) ont ainsi montré que la création des nouveaux marchés en Europe avait eu pour effet de diminuer l'âge et la taille moyenne des entreprises cotées, mais aussi de permettre à des entreprises déficitaires et en forte croissance de lever des fonds sur le marché des capitaux. Toute procédure autre que la méthode du livre d'ordres leur ferait donc supporter un risque d'échec de l'introduction trop important. La méthode du placement est un peu moins employée sur les marchés traditionnels : 80 % des sociétés y recourent les 20 % restants optant pour une procédure de marché.

#### *Les perspectives d'avenir*

La revue de l'existant invite naturellement à une analyse plus prospective et à réfléchir aux améliorations à apporter dans la perspective d'un marché paneuropéen des introductions en Bourse. Notre tour d'horizon des pratiques européennes a mis en évidence deux conceptions opposées des procédures d'introduction. En France et en Turquie, l'autorité boursière définit *a priori* les procédures à la disposition des émetteurs et intervient dans la fixation du prix d'offre et dans l'allocation des titres. Dans les autres pays, les règles du jeu sont au contraire déterminées de manière décentralisée, au niveau des banques introductrices. Le modèle décentralisé s'est généralisé avec l'usage de la méthode du livre d'ordres mais il n'est pas nécessairement le plus souhaitable. Le succès du placement ne doit pas faire oublier les mérites de modèles concurrents tels que les enchères. Si l'on en juge par l'expérience française, le partage du marché de la cotation initiale entre banques introductrices et autorités boursières servirait au mieux les intérêts des émetteurs et des investisseurs.



En outre, les différentes procédures d'introduction utilisées en Europe gagneraient à être harmonisées. Au cours de notre étude empirique, nous nous sommes heurtés à la difficulté d'identifier les mécanismes d'introduction dont la terminologie varie d'un pays à l'autre. Une codification claire des procédures d'introduction à la disposition des émetteurs en Europe faciliterait la réalisation d'introductions en Bourse à l'échelle européenne. D'ores et déjà, les obligations informationnelles à la charge des émetteurs sont en voie d'harmonisation : la directive 2003/71/EC sur les prospectus d'introduction définit des règles d'information communes et introduit la notion de « passeport européen »<sup>7</sup>. Dans l'optique d'une intégration des marchés financiers européens, outre la création d'un prospectus européen, l'effort d'harmonisation pourrait être étendu aux procédures et aux conditions d'introduction. Deux arguments plaident en faveur du maintien d'une pluralité de procédures. D'une part, la diversité est une marque de maturité. Sur notre échantillon, les trois pays offrant la plus grande variété de procédures sont les trois marchés les plus anciens et les plus développés (la France, l'Allemagne et la Grande-Bretagne). D'autre part, aucune procédure ne réunit *per se* tous les avantages. La procédure optimale est en fait fonction des conditions de marché, du profil de la firme candidate ou du type d'investisseurs visés.

Enfin, la chute d'activité brutale sur les nouveaux marchés d'Europe continentale dans les années 2000 et le maintien d'une activité soutenue sur AIM outre-Manche plaident en faveur d'une modification des critères et des mécanismes d'admission sur les marchés de croissance. Euronext a récemment suivi cette voie en fermant ses nouveaux marchés en 2005 et en créant Alternext. Ce nouveau segment de marché est spécialement configuré pour les entreprises de petite taille, mais ne leur impose plus de contrainte d'appartenance sectorielle, d'augmentation de capital à l'introduction, ou de clauses de *lock up*.

Cette revue des pratiques européennes en matière de procédure d'introduction en Bourse a mis en évidence l'hétérogénéité des cadres institutionnels à travers l'Europe et l'influence du modèle américain, au travers des clauses de sur-allocation (*green shoe*) ou de l'hégémonie de la méthode du livre d'ordres. En effet, si la généralisation de cette technique a permis à des sociétés jeunes et risquées de s'introduire en Bourse alors qu'elles n'auraient pu accéder au marché boursier par d'autres procédures, elle suscite également des réserves, car elle s'est parfois accompagnée d'un transfert de richesses des petits investisseurs et des émetteurs vers les banques introductrices et vers certaines catégories d'investisseurs favorisées dans le processus d'allocation des titres.





En outre, cette tendance à l'uniformité des procédures est inadaptée à la diversité des émetteurs. Au contraire, leur pluralité est souhaitable. La mise à disposition par les Bourses de mécanismes d'enchère impurs non discriminatoires nous semble un facteur d'amélioration de la compétitivité du marché primaire pour les émetteurs et pour les investisseurs. Enfin, l'efficacité exacte des différents mécanismes d'introduction est encore loin d'être parfaitement connue. Comme le soulignent Ritter et Welch (2002), les procédures d'introduction restent donc un champ de recherche prometteur.

Par ailleurs, dans la perspective d'une intégration des marchés d'actions européens, poursuivre l'harmonisation des procédures et des critères d'admission à la cote, amorcée par la mise en application de la Directive prospectus, paraît nécessaire. D'une part, dans certains pays, les critères de taille sont manifestement trop sélectifs, ce qui a pour conséquence une croissance anormale des segments OTC. Au regard des pratiques, un consensus se dessine au seuil de 1 à 5 M€ de capitalisation boursière. D'autre part, face au déclin, voire la fermeture, des nouveaux marchés faute de firmes candidates, le repositionnement et la reconfiguration de ces segments de marché permettraient à davantage de micro-capitalisations d'accéder à la cote avec une liquidité satisfaisante sur le marché secondaire. Pour ces deux raisons, la structure actuelle de la cote du LSE et la refonte récente de celle d'Euronext sont, de notre point de vue, adaptées aux besoins des émetteurs et des investisseurs.

### NOTES

1. Pour plus d'informations, se reporter à Gajewski et Gresse (2005).
2. En Belgique, le Second marché est réservé aux certificats d'investissement immobilier.
3. Les investisseurs institutionnels sont en effet classés en différentes catégories selon l'antériorité de leurs relations avec la banque, leur politique d'investissement (court terme/long terme) et leur réputation sur la place.
4. À partir du moment où l'entreprise souhaite s'introduire en Bourse jusque 25 jours après l'introduction, la réglementation américaine interdit aux analystes de diffuser des informations sur le candidat à l'introduction.
5. Au vu de la littérature, la méthode du livre d'ordres serait prédominante en Suède et les enchères, en Pologne.
6. En Espagne, tous les placements sont hybrides depuis 1992 et sont toujours associés à une OPF.
7. Conformément au principe de reconnaissance mutuelle, le visa obtenu dans l'un des pays signataires permet d'émettre des titres sur toute Bourse du territoire de l'Union européenne.

## BIBLIOGRAPHIE

- BECKMAN J., GARNIER J., MARSHALL B. et OKAMURA H. (2001), « The Influence of Underwriter Reputation, Keiretsu Affiliation, and Financial Health on the Underpricing of Japanese IPOs », *Pacific-Basin Finance Journal*, 9(5), 513-534.
- BENVENISTE S. et BUSABA W.Y. (1997), « Book-Building vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(4), 383-403.
- BIAIS B., BOSSAERT P. et ROCHET J.-C. (2002), « An Optimal IPO Mechanism », *Review of Economic Studies*, 69(1), 117-146.
- BIAIS B., FAUGERON-CROUZET A.M. (2002), « IPO Auctions: English, Dutch, ... French, and Internet », *Journal of Financial Intermediation*, 11(1), 9-36.
- BOEHMER E. et FISHE P.H. (2004), « Who Receives IPO Allocations? An Analysis of «Regular» Investors », article de recherche, Texas University and University of Richmond, 1-44.
- CHAHINE S., (2002), « Ex-ante Uncertainty and Gross Spreads for Small and Medium Sized IPOs », article de recherche, Audencia - Nantes Ecole de management.
- CHEMMANTUR T.J. et LIU M.H. (2003), « How Should a Firm Go Public? A Dynamic Model of the Choice between Fixed-Price Offerings and Auctions in IPOs and Privatizations », article de recherche, Boston College.
- CORNELLI F. et GOLDRICH D. (2001), « Book-building and Strategic Allocation », *Journal of Finance*, 56(6), 2337-2369.
- DEGEORGE F., DERRIEN F. et WOMACK K.L. (2004), « Quid Pro Quo in IPOs: Why Book-building is Dominating Auctions », article de recherche, University of Lugano and CEPR, Rotman School of Management and University of Toronto, Tuck School of Business, Dartmouth College.
- DERRIEN F., (2005), « IPO Pricing in «Hot» Market Conditions: Who Leaves Money on the Table? », *Journal of Finance*, 60(1), 487-522.
- DERRIEN F. et WOMACK K.L. (2003), « Auction vs. Book-building and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets », *Review of Financial Studies*, 16(1), 31-61.
- FAUGERON-CROUZET A.-M., (2001), « Les procédures d'introduction en Bourse en France », *Banque & Marchés*, 55, 43-51.
- GAJEWSKI J.-F. et GRESSE C., (2005), « A Survey of the European IPO Market », Rapport de recherche, European Capital Markets Institute.
- GIUDICI G. et ROSENBOOM P.G.J. (2004), « The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets », *Elsevier*.
- JENKINSON T. et JONES H. (2004), « Bids and Allocation in European IPO Book-building », *Journal of Finance*, 59(5), 2309-2339.
- LJUNGQVIST A.P., JENKINSON T. et WILHELM W.J. (2003), « Global Integration in Primary Equity Markets: The Role of U.S. Banks and U.S. Investors », *Review of Financial Studies*, 16(1), 63-99.
- LJUNGQVIST A., NANDA V. et SINGH R. (2006), « Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing », *Journal of Business*, 79(4), à paraître.
- RITTER J. et WELCH I. (2002), « Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations », *Journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.
- ROCK K. (1986), « Why New Issues Are Underpriced », *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 187-212.
- SHERMAN A.E. et TITMAN S. (2002), « Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information », *Journal of Financial Economics*, 65(1), 3-29.
- TORSTILA S., (2003), « The Clustering of IPO Gross Spreads: International Evidence », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(3), 673-694.

