

L'attrait du marché boursier

Michel LEVASSEUR (2002)

Une simple analyse économique suggère que la cotation sur un marché est intéressante si les avantages obtenus sont supérieurs aux coûts supportés et que dans le cas opposé, mieux vaut s'abstenir.

Coûts				Avantages			
de 2 ordres				de 2 points de vue			
Contrôle		Information		Propriétaires		Entreprise	
Perte partielle de la rente de contrôle (les prises de contrôle se font généralement à des prix bien supérieurs aux cours cotés : + 30 à 40 %)	Perte d'indépendance stratégique	Coûts directs de production : - initiaux lors de l'introduction - récurrents : obligations de la COB, information des acteurs du marché	Coûts indirects : - externalités créées (informations livrées aux concurrents) - asymétrie d'information (dans un même secteur, les analystes ne distinguent pas toujours bien les entreprises selon leur qualité – si l'entreprise est supérieure à la moyenne, elle risque de souffrir d'un jugement trop sévère)	Désengagement partiel : La cession de titres souvent fréquentes lors de l'introduction permet d'apporter du cash aux actionnaires de départ, voir de se retirer avec plus-value (cas du Capital-Risque)	Liquidité du titres : Les titres conservés se trouvent valorisés du fait de leur liquidité nouvelle. Ceci est important pour les actionnaires minoritaires qui restent. Ceci peut aussi faciliter une succession.	Possibilités améliorées de lever des fonds : L'augmentation de capital souvent envisagée ne semble pas jouer ex post un rôle important dans la plupart des cas mais le fait d'être coté et donc d'être connu de la communauté financière peut favoriser l'accès à toutes sortes de marchés (obligataires, de titres négociables à court et moyen terme ...)	Possibilités de financer une croissance externe par échange de titres (OPE)

Il ne faut donc pas oublier que dès que les coûts sont supérieurs aux avantages espérés, l'introduction en bourse n'est en rien recommandée.

Par exemple, en reprenant la grille d'analyse précédente, il est clair qu'une entreprise qui opère dans un secteur technologique où il est difficile d'apprécier les évolutions futures et leurs impacts en terme de ventes et de richesses créées, si elle est de bonne qualité, a tout intérêt à se tenir à l'écart du marché car elle risque de pâtir d'une évaluation moyenne défavorable. Cet argument peut expliquer des phénomènes cycliques. Dans les périodes de défiance, les « meilleurs » sont incités à se tenir à l'écart. La qualité moyenne s'affaiblit. Le jugement en devient plus sévère et de moins en moins de firmes sont attirées par le marché. En revanche, durant les périodes « chaudes » de surévaluation des titres, ce phénomène joue peu et la plupart des firmes sont attirées.

Autre exemple tiré des coûts liés à l'information : toutes choses étant égales par ailleurs, les entreprises opérant dans des secteurs où le secret des affaires est important (problème de la Recherche et du Développement), il peut être important d'être à l'écart du marché pour publier le minimum d'informations et donner le moins d'indications à ses concurrents.

Autre commentaire tiré des coûts de production de l'information : on peut penser que le durcissement des obligations de publication qui pourra résulter de la crise boursière actuelle rendra plus onéreuse la présence sur un marché boursier. Nombre de firmes qui ne disposent que d'un flottant limité seront incitées à sortir ou du moins à ne pas entrer.

Autre commentaire tiré de la rente de contrôle : une société à l'actionnariat familial morcelé (3^e génération par exemple après les créateurs ...) a un contrôle mal assuré. La perte potentielle est ici limitée. Il en est de même à l'opposé lorsque le fondateur possède encore presque intégralement tout le capital et où la cession de 15 ou 20 % des titres ne fait courir aucun risque. En revanche, pour des cas intermédiaires, d'un capital morcelé mais non émietté, contrôlé mais fragile, l'introduction sur le marché peut faire perdre à ceux qui contrôlent leur avantage ...

Autre commentaire tiré de l'avantage stratégique : certains investissements peuvent avoir peu de retombées à court terme mais procurer des avantages de position à plus long terme. Un jugement court-termiste peut limiter les possibilités de mouvement d'une entreprise. Un capitaliste acceptera de prendre un risque qu'il apprécie mieux parce qu'acteur du changement. D'un point de vue général, des investissements à retour à très long terme semblent mal se prêter à un financement par le marché : fallait-il faire financer Eurotunnel par les petits actionnaires français ?

Autre commentaire tiré du besoin de cash des actionnaires initiaux : indiscutablement, un marché boursier actif est important pour le développement du capital-risque car il autorise une sortie avantageuse du capital. A contrario, lorsqu'une entreprise est possédée par une famille, satisfaite de ses revenus et qui n'a pas besoin de liquidités immédiates, l'introduction en bourse apporte peu d'avantages ... La famille Mulliez

Ce document pédagogique a été rédigé par le Professeur Michel Levasseur dans le cadre des enseignements du Master Sciences de Gestion Administration des Affaires de la Faculté de Finance, Banque, Comptabilité de l'Université du Droit et de la Santé – Lille 2. Il a été écrit comme base de discussion lors d'un cours. L'université n'entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans ce document. Ces opinions doivent être considérées comme propres à l'auteur.

(groupe Auchan a souvent affirmé qu'elle était parfaitement satisfaite de voir ses capitaux investis dans ses affaires et elle voyait mal pourquoi elle irait les investir ailleurs où le couple rentabilité/risque n'est pas plus attrayant ...)

Autre commentaire tiré de la liquidité des titres : ceci est important pour aider des minoritaires peu satisfaits ou en manque de liquidités à sortir. Ceci peut être appréciable pour régler une succession. Mais, il peut exister aussi d'autres modes. Par exemple, pour reprendre le même groupe Mulliez, peut être organisé un marché interne des titres entre membres de la famille fondatrice, voir du personnel. Enfin, n'oublions que si l'entreprise dégage des profits et verse des dividendes, ce problème est moins aigu ...

Autre commentaire tiré du financement retiré du marché par l'entreprise : la perspective de l'augmentation de capital n'est pas générale. Globalement, les entreprises versent plus de dividendes qu'elles ne reçoivent du marché. En réalité, dès qu'une entreprise a atteint sa phase de maturité, les cahs-flows libres qu'elles génèrent s'avèrent largement suffisants dans les phases de bonne conjoncture. Quand les affaires vont moins bien, le marché boursier est alors de peu de secours puisque les cours faibles interdisent toute augmentation de capital dans de bonnes conditions ...

Dernier commentaire tiré de la possibilité de financer par du papier une croissance externe : ceci est vrai mais n'est justifié, comme vient de le rappeler la conjoncture actuelle, que si cette croissance externe est créatrice de valeur ... Les synergies sont en réalité beaucoup plus rares qu'annoncées et une chose semble certaine : les acheteurs paient toujours, du fait de leur hubris, trop cher !