



LA QUESTION

PAR FRANÇOIS DERRIEN ET CHRISTOPHE PERIGNON,
PROFESSEURS ASSOCIÉS À HEC PARIS

FAUT-IL INVESTIR DANS LES INTRODUCTIONS EN BOURSE ?

General Motors vient de réaliser la plus grosse introduction en Bourse de tous les temps. Était-ce une aubaine pour les petits investisseurs ? Probablement pas. Certes, souscrire dans une introduction en Bourse peut sembler attractif de prime abord. Le prix des actions nouvellement cotées augmente souvent fortement le jour de l'entrée en Bourse, d'environ 10% en moyenne, ce qui constitue une rentabilité journalière considérable. A y regarder de plus près toutefois, les petits investisseurs devraient renoncer à ces opérations, parce qu'ils se retrouvent en concurrence avec des acteurs beaucoup mieux informés.

Prenons l'exemple suivant : la société Newtech.com souhaite vendre deux titres lors d'une introduction en Bourse. Chaque titre a une chance sur deux de valoir 80 euros et une chance sur deux de valoir 120 euros. Consi-

dérons à présent deux investisseurs. Le premier (le non informé) ignore si la société vaut 80 ou 120 euros par action. Le second (l'informé) connaît la vraie valeur. Si les titres sont proposés à la vente à 95 euros, le titre est sous-évalué de 5% par rapport à sa valeur moyenne de 100 euros. Pourtant, en participant à l'introduction en Bourse, l'investisseur non informé perdra de l'argent en moyenne. Supposons que cet investisseur demande deux titres. Si la valeur des actions est de 120 euros, l'investisseur informé demandera lui aussi deux titres, chaque investisseur en obtiendra un et gagnera 25 euros. En revanche, si la valeur des actions est de 80 euros, l'informé ne demandera aucun titre. Le non informé obtiendra les deux titres. Il perdra 15 euros sur chacun, soit 30 euros au total. Du fait de cette concurrence déloyale, il perdra donc davantage s'il perd qu'il ne ga-

gnerait s'il gagne, et ce malgré le fait que les titres sont sous-évalués en moyenne.

Ce résultat étonnant et pourtant bien connu porte le nom de « malédiction du gagnant » : dans les enchères à valeur commune (c'est-à-dire celles dans lesquelles la valeur du bien est identique pour tous, comme c'est le cas pour les actions), remporter l'enchère est presque toujours une mauvaise nouvelle, surtout si la valeur du bien est incertaine et si le gagnant est peu ou mal informé. En partant de l'exemple précédent, nous proposons à présent à nos lecteurs de trouver le prix d'émission pour lequel l'investisseur non informé n'a pas d'intérêt à participer

café. Ceci ne fait qu'aggraver la malédiction du gagnant dont souffrent déjà les petits investisseurs. Enfin, des études ont montré que la performance boursière à long terme (trois à cinq ans) des introductions en Bourse est en moyenne décevante.

Malgré ces inconvénients qui devraient les inciter à se tenir à l'écart de ce type d'opérations, les petits investisseurs en restent friands. Constatant que les dernières introductions en Bourse ont connu de fortes augmentations de cours, ils se précipitent pour demander des titres de la suivante et, ne pouvant en obtenir que très peu, en achètent davantage sur le marché secondaire, au prix fort. Ce comportement offre aux entreprises des « fenêtres d'opportunités »

La banque en charge de l'émission a souvent la responsabilité d'allouer les titres. Et on imagine que pour des opérations lucratives, les investisseurs institutionnels, très gros consommateurs de services bancaires seront favorisés.

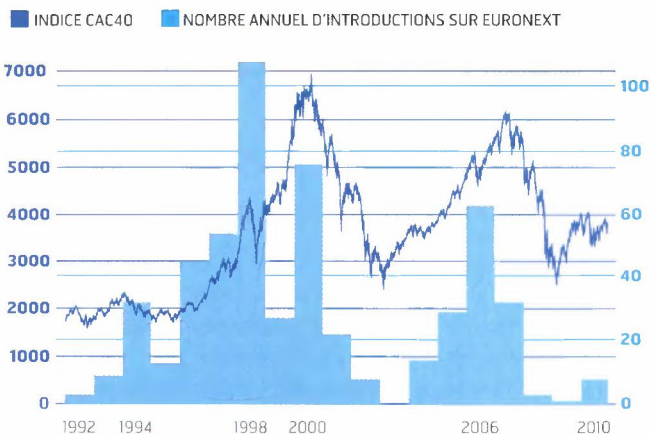
à l'opération, c'est-à-dire le prix pour lequel son gain moyen sera de 0 s'il participe (1).

L'attractivité de la rentabilité à court terme des introductions en Bourse est donc un leurre pour les investisseurs individuels. Par ailleurs, le mécanisme le plus souvent utilisé pour ce type d'opérations laisse à la banque en charge de l'émission le soin d'allouer les titres. Et on imagine bien que lors d'opérations lucratives, la banque préférera favoriser les investisseurs institutionnels, gros consommateurs de services ban-

dont elles profitent en entrant en Bourse au moment où la demande des investisseurs est forte. Ceci crée, ou du moins amplifie, le phénomène de vagues d'émissions : à des périodes de grande activité associée à une forte rentabilité à court terme des titres émis succèdent des périodes de grand calme sur le front des introductions boursières. Un phénomène qu'illustre notre graphique ci-contre. ■

(1) Réponse : nous cherchons le prix P qui satisfait à $0,5x(120-P) = 0,5x2x(P-80)$, soit $P = 93,33$ euros.

LE PHÉNOMÈNE DES VAGUES D'ÉMISSIONS



SOURCE : DERRIEN ET PERIGNON