



La Propriété de l'Entreprise Affecte-t-elle l'Évaluation de Son Cours d'Introduction en Bourse ? Le Cas de Deux Entreprises Tunisiennes

Tejeddine Ben Ouali
Virtual University of Tunis

[Doi: 10.19044/esipreprint.3.2023.p81](https://doi.org/10.19044/esipreprint.3.2023.p81)

Approved: 04 March 2023
Posted: 06 March 2023

Copyright 2023 Author(s)
Under Creative Commons BY-NC-ND
4.0 OPEN ACCESS

Cite As:

Ouali B.T. (2023). *La Propriété de l'Entreprise Affecte-t-elle l'Évaluation de Son Cours d'Introduction en Bourse ? Le Cas de Deux Entreprises Tunisiennes*. ESI Preprints.
<https://doi.org/10.19044/esipreprint.3.2023.p81>

Résumé:

L'article enquête sur la détermination des objectifs de l'introduction en bourse de l'Etat et de l'actionnaire privé, à travers le calcul de la sous évaluation initiale pour deux cas réalisés sur le parquet de la bourse des valeurs mobilières de Tunis. La Sous Evaluation Initiale (SEI) est un moyen d'attraction des nouveaux investisseurs, en vue de la restructuration du haut du bilan d'une entreprise. Une plus-value réalisée attire les actionnaires à la participation à une augmentation du capital et la diminution du taux d'endettement, alors qu'une moins-value constatée suite à une surévaluation de l'action entrave la croissance de l'entreprise et démystifie l'image de marque de la société. Les objectifs de la cotation en bourse influent la fixation du cours d'introduction. En visant la transparence, la pérennité et l'image de la société. L'initiateur de l'opération fixe la juste valeur de l'entreprise et attire les potentialités financières. En visant la réalisation d'une importante plus value, l'initiateur de l'offre publique de vente, risque de nuire à la croissance de la firme et échouer l'opération. Les résultats ont montré la divergence des objectifs de l'introduction en bourse. L'Etat cherche à dynamiser le marché financier, catalyser la finance directe, et appliquer la sous évaluation initiale alors que le privé cherche à maximiser le produit de cession, réaliser la plus importante plus value nette d'impôts, et appliquer une surévaluation initiale.

Mots-clés : Marché financier ; Sous évaluation initiale, Offre publique de vente, Tunisie, IAS (international accounting standards), IFRS (ou international financial reporting standards), actualisation des cash flow ; Actualisation des dividendes

Does the Company Ownership Affect its Valuation for an Initial Public Offering (IPO)? The Case of Two Tunisian Companies

Tejeddine Ben Ouali
Virtual University of Tunis

Abstract

The article investigates the determination of the objectives of the IPO of the State and the private shareholder, through the calculation of the initial undervaluation for two cases carried out on the floor of the Tunis Stock Exchange. The Initial Under Valuation (IUV) is a means of attracting new investors, with a view to restructuring the top of a company's balance sheet. A realized capital gain attracts shareholders to participate in a capital increase and a reduction in the debt ratio, while a loss in value observed following an overvaluation of the action hinders the growth of the company and demystifies the brand image of the company. The objectives of the stock market listing influence the setting of the IPO price. By aiming for transparency, sustainability and the image of the company. The initiator of the operation fixes the fair value of the company and attracts financial potential. By targeting the realization of a significant capital gain, the initiator of the public offer of sale, risks harming the growth of the firm and failing the operation. The results showed the divergence of IPO goals. The State seeks to energize the financial market, catalyze direct finance, and apply the initial undervaluation while the private sector seeks to maximize the sale proceeds, achieve the largest net capital gain of taxes, and apply an initial overvaluation.

Keywords: Financial market; Initial under valuation ou underpricing; Initial public offer : IPO. DCF : Discounted cash flow; DD : Discounted Dividend

Introduction

Les objectifs de l'introduction en bourse sont différents. Ils peuvent être liés, entre autres, au renforcement des fonds propres de la société, à la transparence des états financiers, à la crédibilité de l'entité, à l'ouverture du

capital, à la maximisation du produit de cession, ou encore à la dynamisation du marché financier par l'Etat. Les deux derniers objectifs peuvent passer par une sur-évaluation initiale dans le premier cas et par sa sous-évaluation initiale dans le deuxième cas. En effet, l'Etat, dans un objectif du développement de son marché financier, peut proposer des cours d'action initialement décotés dans le but d'augmenter l'attractivité de l'ouverture du capital de l'entreprise publique. Au contraire, l'objectif des propriétaires privés peut être le maximum de profit associé à l'opération de cession, ce qui pourrait passer par une proposition de cours d'introduction qui sont surévalués par rapport à ce qui devrait être. La dernière stratégie peut être désastreuse pour les petits porteurs qui risquent de voir la valeur de leur investissement fortement baissé au bout de quelques jours de cotations.

Dans le cadre de cet article, nous proposons d'examiner cette différence d'attitude vis-à-vis de l'évaluation initiale entre deux cas d'ouverture du capital observés sur la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT)¹. Il s'agit respectivement des cas de Tunis Air, compagnie nationale de transport aérien, et de BATAM, entreprise privée dont l'effondrement des cours après son introduction soulève d'importantes questions relatives à son évaluation initiale.

De façon plus précise, nous essayons d'analyser et de comparer d'une manière rétrospective l'unique cas d'ouverture du capital réalisé par l'Etat tunisien au cas d'une entreprise privée, à travers l'évaluation des deux entités et la détermination de la sur ou sous-évaluation initiale, par référence aux prospectus de leur offre publique de vente respectifs. Notre démarche permettra de déceler les différences des deux évaluations et de les expliquer par référence à la littérature théorique et empirique.

La suite de l'article est organisée comme suit. La deuxième section porte sur un survol de la littérature relative à l'évaluation initiale et à ses objectifs. La troisième section énumère les principales méthodes d'évaluation des entreprises en vue de leur introduction en bourse. La quatrième section confronte notre propre évaluation des cours d'introduction de Tunis Air et de BATAM à celles proposées dans leurs prospectifs respectifs. La cinquième section examine la sous/sur évaluation des cours d'introduction de chacune des deux sociétés et interprète la divergence des résultats. La dernière section conclue.

¹ Société anonyme créée en 1989 et dont le capital est détenu par les intermédiaires en bourse. Elle permet des transactions sur trois marchés : le marché principal destiné aux grandes entreprises, le marché alternatif réservé aux petites et moyennes entreprises, et le marché obligataire destiné aux transactions sur les titres de créances.

2. Revue de la littérature

La littérature financière est abondante en travaux discutant des avantages de l'introduction en bourse, pour les entreprises privées comme pour l'Etat. A titre d'exemples, elle permettrait aux premières d'augmenter leur fonds propres et d'éviter les contraintes liées à l'endettement (Choinel A. 1991). C'est aussi un indicateur renforçant la notoriété de l'entreprise (Belkasseh M. & , Sanae A.J 2022). Pour l'Etat, il s'agit d'un moyen pour une meilleure mobilisation de l'épargne domestique à travers la dynamisation du marché financier (Mezui C.A 2014). C'est aussi un moyen pour introduire plus de flexibilité et de transparence dans la gestion des entreprises publiques et qui permet à l'Etat de collecter des ressources financières (Djournessi, Gonne & Wamba 2020).

L'introduction d'une entreprise, publique comme privée, sur le marché boursier passe nécessairement par son évaluation initiale. Le but étant de déterminer le cours auquel les actions seront proposées au moment de l'Offre Publique de Vente. Cependant, nombreux sont les auteurs qui soulignent que les cours d'introduction sont le plus souvent sous-évalués. La majorité des chercheurs s'entendent sur l'existence d'une SEI lors de l'introduction en bourse. La sur évaluation initiale constitue l'exception. Elle peut augmenter l'asymétrie d'information, signaler une mauvaise qualité de l'entreprise, induire les petits porteurs suiveurs en erreur et révéler un manque de professionnalisme de l'intermédiaire en bourse chargé de l'opération.

Les premières études relatives à la sous-évaluation initiale ont été réalisées sur le marché américain par Ibbotson et Jaffe (1975). Ritter (1998), a estimé le taux de la SEI à la bourse de Wall-Street au début des années 1990 et à la fin de la décennie des années 90. Il se révèle que ces taux sont respectivement de 15% et de 65% et ont montré l'existence d'un rendement à court terme significatif de l'action. Kooli (2000) a montré que la moyenne de la sous-évaluation initiale sur le marché canadien est de l'ordre de 28,72 % entre 1991 et 1998. Ritter (2003) a étudié les rendements initiaux des introductions en bourse dans 38 pays, pour révéler que la SEI varie de 9,2% (cas de l'Allemagne) à 289,2% (cas de la chine). Alami et Fatima-Zohra (2010) ont montré que les sociétés introduites sur le parquet de la bourse de Casablanca durant la période 2004-2007 sont sous évaluées. Les nouveaux actionnaires ont réalisé des rendements positifs significatifs.

Ahmet et al (2012) ont analysé le rendement des actions des nouvelles sociétés cotées sur le marché secondaire malaisien, pour montrer que les offres publiques de vente sont sous évaluées. Nguimeya Z.F, (2014) a révélé que les entreprises introduites sur le parquet de la bourse régionale d'Afrique de l'Ouest sont initialement sous évaluées. Ouatarra et al. (2020)

ont révélé une sous-évaluation initiale sur deux échantillons d'entreprises introduites en bourse de la côte d'Ivoire, durant la période de 1999 à 2017

La privatisation des entreprises publiques est un moyen de dynamisation du marché financier. Elle peut être totale, à travers la vente d'un bloc majoritaire d'actions, ou partielle, à travers une Offre Publique de Vente, et ce sans la perte du contrôle de la société. Cette dernière modalité est surtout réservée aux entreprises publiques performantes, remplissant les conditions d'admission à la cote de la bourse des valeurs mobilières et pourraient catalyser les transactions des titres du marché financier. L'ouverture partielle du capital est généralement assortie d'une sous-évaluation initiale (SEI) significative et un rendement à court terme important. Ces constatations sont confirmées par les travaux de El Harake C.(2021), Djoumessi et Wamba (2020), Mrissa Bouden H. (2015), D. Dufour & E. Molay (2008), Jelic and Briston (2003), Huang and Levich (2003), Comstock et al. (2003), Ausenegg (2000), Choi et al. (2000), Choi and Nam (1998). Vieira, C., Serra, A.P. (2006), ont montré la sous évaluation initiale et le rendement anormal des actions des entreprises publiques (appartenant à l'Etat) introduites sur le parquet de la bourse portugaise.

Plusieurs explications ont été données à la sous-évaluation initiale. Ljungqvist, A. (2007), a rappelé qu'elles sont associées à l'asymétrie d'information, à des causes institutionnelles, au contrôle de l'entreprise et aux comportements.

En effet, pour Baron (1982) la SEI serait une rémunération du service de l'intermédiaire averse au risque, pour la réussite de l'opération. Rock (1986) a introduit la notion de « la malédiction du vainqueur » des investisseurs non informés, due à la non souscription des investisseurs informés aux offres sur évaluées. La SEI est une motivation de souscription des non informés. Pour Allen & Faulhaber(1989), Grinblatt & Hwang (1989), Welch (1989) et Hutagaol (2005), la SEI est un signal de révélation de la bonne qualité d'une firme donnant une perspective d'un rendement futur favorable.

Le risque de litiges et de poursuites des initiateurs d'opérations en bourse (OPV, augmentation du capital etc.), en cas de fausse ou de manque d'informations au niveau du prospectus diffusé est toujours existant. Dans le but de se prémunir contre ce risque très coûteux, les initiateurs de l'introduction utilisent la SEI, comme un outil d'assurance contre d'éventuelles poursuites (Ljungqvist (1997); Jenkinson (1990). Ibbotson (1975)). Ljungqvist (2004) ; Brennan & Franks, 1997) Shleifer & Vishny (1989) ont montré que la SEI est un outil d'aide à la grande dilution du capital et la minimisation du risque de perte du contrôle de la société.

Enfin, Pollock et al.(2008), Jegadeesh, et al. (1993), et Welch (1992) soutiennent que la probabilité d'apparition des « cascades informationnelles » milite en faveur d'une sous-évaluation initiale demandée par les meneurs des achats (les institutionnels) en faveur des suiveurs (petits porteurs). C'est la raison pour laquelle, un quota d'actions est réservé aux institutionnels pour assurer une certaine confiance aux potentiels investisseurs en valeurs mobilières.

3. Méthodes d'évaluation initiale (à l'introduction en bourse) :

L'évaluation des actions d'une société est une étape cruciale dans la réussite de son introduction en bourse. Une évaluation erronée peut aller jusqu'à causer une crise de confiance dans les marchés financiers. Mc Carthy (1999), a qualifié l'évaluation de l'action d'une société à introduire en bourse comme « une combinaison entre l'art et la science ».

Les objectifs des parties à l'évaluation sont divergents (Barnay A. et Calba G. (1968), Brilman J. et Maire C. (1987). L'actionnaire minoritaire cherchant le rendement de son titre et sa liquidité s'oppose au dirigeant majoritaire soucieux de préserver son pouvoir de décision, alors que le directeur financier escompte accroître les fonds propres de la société pour sécuriser sa croissance.

La connaissance des objectifs du donneur d'ordre influe sur la nature des investigations, le type d'informations à collecter, la pondération des méthodes de calcul, la fourchette des évaluations et les négociations. Plusieurs objectifs peuvent en effet être envisagés :

-L'évaluation peut être pour des fins fiscaux, eu égard au droit de partage ou en vue de la création d'un holding de contrôle regroupant le portefeuille titres de la société, ou en vue de saisir l'éventuel impôt sur la plus value d'actions.

-L'évaluation peut être un préalable à une opération de cession d'actions ou d'information du conseil d'administration en cas de transactions entre actionnaires de gré à gré ou à l'occasion de l'exercice d'un droit de préemption.

-L'évaluation révèle à l'entreprise l'importance des immobilisations financières pour l'éventuelle constitution ou reprise des provisions.

-Les dirigeants actionnaires recourent à l'évaluation pour saisir les plus values latentes et revaloriser leurs portefeuilles titres, tel est le cas des sociétés d'investissements (SICAR , SICAF , SICAV etc.)

Plusieurs méthodes d'évaluation d'entreprises sont pratiquées. On trouve notamment l'évaluation par les actifs (Actifs nets comptables, Actifs nets corrigés), l'évaluation liés à la notion du goodwill, à travers la valeur substantielle brute (VSB) et les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE), l'évaluation par les flux, à travers l'actualisation des

cash flow (discounted cash flow DCF) au coût moyen pondéré du capital (weighted average cost of capital (wacc)) et l'actualisation des dividendes (modèle de Gordon Shapiro) au coût des fonds propres déterminé par le modèle d'équilibre des actifs financiers (Capital Asset Pricing Model CAPM).

Les méthodes d'évaluation (non exhaustives) sont résumées au tableau suivant :

Tableau 1. Résumé des méthodes d'évaluation d'une entreprise

Méthode	Actif net corrigé	Valeur par le GoodWill	La Valeur substantielle brute VSB	Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation CPNE	Discounted cash flow DCF	Discounted dividends DD
Source	IAS 1	IAS/IFRS	Ordre des experts comptables Français	Ordre des experts comptables Français	Modigliani Miller (1961)	Gordon & Shapiro (1956)
Définition ou Formule	L'actif net = Actif total réévalué - Dettes (mises à jour)	V = AN + GW Avec V : Valeur de l'entreprise AN : Actif net corrigé GW : Goodwill .	La valeur substantielle brute est l'ensemble de l'actif corporel engagé pour l'exploitation	Les CPNE sont les capitaux nécessaires au financement des investissements et de la variation du besoin en fonds de roulement	Détermination de la valeur financière d'une entreprise à travers les flux de trésorerie qu'elle va générer dans le futur.	$P_0 = D_1/(1+k) + D_2/(1+k)^2 + \dots + D_t/(1+k)^t$ Avec k le taux d'actualisation et D_t le dividende à l'année t

Lors de la reprise des évaluations avancées au niveau des prospectus d'admission en bourse. Nous mettons l'accent sur la détermination de la valeur de l'entreprise par la valeur substantielle brute (pour le goodwill), le modèle d'actualisation des cash flow et le modèle d'actualisation des dividendes.

4. Les cours des prospectus ont – ils été correctement évalués ?

Partant des prospectus des OPV de Tunis Air (entreprise publique) et de BATAM (entreprise privée), nous reprenons d'une manière rétrospective les évaluations avancées, et ce dans le but de révéler leur

sincérité et de les comparer. Ceci devrait permettre de déduire les objectifs de l'introduction en bourse de chaque initiateur de l'ouverture du capital.

4.1. Cas de Tunis AIR

La société Tunisienne de l'Air ou " TUNIS AIR " a été créée en Octobre 1945 par la compagnie Air France. Le gouvernement tunisien a pris le contrôle de la société en 1957. L'entreprise a pour objet le transport aérien de passagers, de marchandises et de courriers; ainsi que l'offre de services auxiliaires liés à son activité principale.

L'évaluation de Tunis Air avancée au niveau du prospectus, fondée sur l'actualisation des cash flow, a été basée sur trois scénarios : un scénario de base, un scénario pessimiste et un scénario prenant en considération la restructuration financière et sociale de la société. Les résultats du prospectus figurent au niveau du tableau 2

Tableau 2. L'évaluation de Tunis Air par le DCF, publiée au prospectus d'admission

Scénarios	Taux d'actualisation 14 %
Scénario de base	76,700 dinars
Scénario pessimiste	54,938 dinars
Scénario avec restructuration	144,690 dinars

Source : Prospectus d'introduction.

La moyenne des trois scénarios donne une valeur de l'action de 92,109 dinars (25,330 dinars suite au montage ci-dessous : incorporation des réserves et division du nominal par 2).

Nous avons repris ces évaluations (par le DCF), avec les mêmes hypothèses de prévisions. Il s'est révélée la bonne application du modèle et la conformité à la théorie financière.

Le cours d'introduction a été ramené à 23,500 DT suite à l'augmentation du capital de 19 353 160 dinars à 30 000 000 dinars par l'incorporation des réserves, une décote de l'ordre de 8 % et la division du nominal de l'action par deux (de 10 à 5 dinars), (attribution de 55 nouvelles actions pour 100 anciennes).

La valeur aux livres estimée par nos soins est basée sur les données du dernier bilan (31/12/1993), avec certains redressements jugés utiles

Les frais préliminaires n'ont en fait aucune réalité financière. Ils sont des frais, et non des biens engagés. C'est une simple fiction comptable, ne comportant aucun caractère de liquidité potentielle. Ces frais correspondent à une consommation de fonds propres.

Au 31 décembre 1992, la plus value de réévaluation des avions a été estimée à 85 millions de D.T. Cette valeur sera retenue dans notre estimation.

Nous avons jugé utile de réévaluer les titres de participation de Tunis Air dans les entreprises cotées en bourse (S.T.B, U.I.B, B.N.D.T). Compte tenu de la situation boursière de la place de Tunis (surévaluation des titres, spéculation...); nous n'avons pas retenu le cours boursier, mais un cours moyen de 9 D.T pour la S.T.B; 10,750 D.T pour l'U.I.B et de 9,5 D.T pour la B.N.D.T.

La plus value nette d'impôt du portefeuille ² composé des trois banques est de 652 000 D.T.

Les autres immobilisations ont été retenues à leur valeur comptable, du fait qu'elles ne concernent pas directement l'exploitation de la société, et peuvent principalement intéresser le banquier, pour une éventuelle hypothèque (ce qui n'est pas le cas).

Dans le cas où l'entreprise distribue les bénéfices de 1993; la valeur de l'action telle qu'elle apparaît au bilan est de 182,511 D.T.

Dans le cas où la société ne distribue pas les bénéfices de 1993; la valeur de l'action sera de 196,763 D.T.

Ces valeurs bilanciellees sont estimées à une date précise (1993). Elles se rapprochent d'une valeur de liquidation, et ne sont qu'à titre indicatif, pour les compagnies dont les actifs ne sont pas très liquides (cas des compagnies aériennes).

La cession porte sur une vente partielle à travers la bourse (offre de 10% du capital). La valeur d'un actif financier, est donnée par la valeur actuelle des entrées d'argent qu'il générera. Pour les actions ordinaires, les entrées d'argent s'avèrent les dividendes versés par l'entreprise et le prix de cession (la plus value).

Nous estimons le prix maximum qu'un investisseur en bourse payera pour l'achat de l'action de Tunis Air, compte tenu des rendements des fonds propres et des dividendes prévisibles sur cinq ans.

Hypotheses ³

- Le rendement des fonds propres sera de 9 % pour les deux prochaines années, 10 % la troisième année, 11 % la quatrième et 12 % à partir de la cinquième année.

² - B.N.D.T 6860 actions achetées à 5 D.T.

- S.T.B 29933 actions achetées à 5 D.T; 2000 actions achetées à 7,5 D.T et 21399 titres distribués gratuitement suite à des augmentations de capital.

- U.I.B 875000 actions achetées à 10 D.T.

³ Les hypothèses avancées par nos soins tiennent compte des investissements à réaliser, et l'effet à court terme de la distribution des dividendes sur la trésorerie de l'entreprise (argument trop défendu par les dirigeants de Tunis Air).

- Le taux de distribution des dividendes sera de 8 % les deux prochaines années, 10 % la troisième et quatrième année et 20 % à partir de la cinquième année.
- Le taux d'actualisation retenu est de 14 %. C'est le taux sans risque (taux des bons de trésor négociables 10,5%), majoré d'une prime de risque (3,5 %). Ce taux a été aussi retenu, du fait qu'il se rapproche du taux de rendement moyen des SICAV mixtes (environ 12,25 %), dans la mesure où un investisseur intéressé par l'achat de l'action de Tunis Air, doit tenir compte de l'opportunité que peut lui offrir un autre placement sur le même parquet.

Tableau 3. Détermination de la valeur de l'action de Tunis Air Par le modèle d'actualisation des dividendes (DD) en dinars (DT)

Valeur aux Livres	Return On Equity	Bénéfice par action	Taux de distribution	Dividendes	Valeur actuelle
196,763	9 %	17,709	8 %	1,417	1,243
213,055	9 %	19,175	8 %	1,534	1,181
230 ,696	10 %	23,070	10 %	2,307	1,558
251,459	11 %	27,660	10%	2,766	1,637
276,353	12 %	33,162	20 %	6,632	89,240

La valeur de l'action est 94,859 DT (La somme des dividendes actualisés); Soit 26,086 dinars suite au montage proposé (Incorporation des réserves et division du nominal par 2).

4.2. Cas de BATAM

Par référence au prospectus d'admission en bourse « La société Hela d'Electroménager et de confort « BATAM » a été créé en 1988, sous la forme d'une SARL et a été transformé en 1996 en une société anonyme, avec un capital de 25000 D.T. Son objet est la distribution au détail des articles électroménagers et de confort. La société a aussi développé plusieurs autres activités au sein de ses principales filiales (Ameublements, cuisines, jouets, alimentaire, etc.).

Dans le cadre de l'ouverture du capital de BATAM au public, un prospectus d'admission en bourse a été proposé fixant le cours d'introduction à 23,000 D.T. L'estimation de la valeur de la société a été basée sur quatre méthodes, dont les résultats publiés au prospectus sont les suivants :

Tableau 4. L'évaluation de BATAM, publiée au prospectus d'admission

	Actif net comptable réévalué	Valeur patrimoniale par la rente du goodwill	Valeur de capitalisation des bénéfices	Valeur de capitalisation des dividendes
Valeur globale de BATAM, en millions de dinars (MD)	17,252	54,138	52,290	50,897
Valeur de l'action BATAM en dinars	8,626	27,068	26,145	25,448

Source : Prospectus d'admission en bourse Juin 1999

Nous avons refait évaluations du prospectus, et ce dans le but d'examiner leur sincérité.=

L'évaluation du Goodwill:

L'approche du goodwill suppose la rémunération de la valeur substantielle brute (VSB) ou des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE). La VSB diffère totalement de l'actif net. Il s'agit de la totalité de l'actif, majoré des investissements nécessaires à l'exploitation que l'entreprise utilise sans être propriétaire, diminué des éléments corporels ou incorporels non nécessaires à l'exploitation et la valeur d'achat du fonds de commerce. Les frais préliminaires sont inclus dans la VSB, contrairement au principe visant le calcul de l'actif net.

Nous avons appliqué des modèles théoriques d'évaluation d'entreprise (L'actif net corrigé, la méthode du Goodwill par la VSB, la méthode d'actualisation des cash flow et la méthode d'actualisation des dividendes), en partant des mêmes hypothèses avancées dans le prospectus d'admission : un taux d'actualisation = 11% et un taux de rémunération de la VSB sur un marché de référence (Le taux du marché monétaire de l'épargne TMM = 8,25%) que l'évaluateur n'a pas indiqué au niveau du prospectus. Par prudence, nous avons retenu le taux sans risque de l'époque arrondi à 8%, afin de minimiser la marge d'une surestimation du goodwill, et se situer à la place du vendeur.

La VSB au 31/12/98 a été retenu à 99,621 MD, sans aucun retraitement supplémentaire, du fait de l'insuffisance d'informations au niveau du prospectus sur les équipements exploités et loués et les actifs hors exploitation. Ceci ne peut qu'assurer la prudence contre la surévaluation des actifs de la société et garantit la protection de l'intérêt du vendeur.

Le calcul du goodwill révèle les résultats ci après du tableau 5

Tableau 5. L'évaluation de BATAM par la méthode Goodwill (en milliers de dinars).

	Année 1 (1999)	Année 2 (2000)	Année 3 (2001)	Année 4 (2002)	Année 5 (2003)
Résultats nets prévisionnels	3403	4577	4866	5519	6398
Rémunération de la VSB	7970	7970	7970	7970	7970
Rente du goodwill ou super bénéfice	- 4567	- 3393	- 3104	- 2451	- 1572

Le goodwill est égal à la somme actualisée des super bénéfices sur la période de cinq ans. Il ressort des calculs que l'entreprise dégage un :

Badwill = 11,687 MD.

Valeur de l'entreprise = 17,252 – 11,687 = 5,565 MD.

Valeur de l'entreprise = 5,565 MD.

Valeur de l'action = 2,783 dinars.

En retenant même une rémunération de la valeur de l'actif net = $17,252 * 8\% = 1,380$ MD, telle qu'elle a été retenue par l'évaluateur (écartée pour notre étude), la valeur du goodwill sera seulement de 12,672 MD et non 36,885 MD (selon le prospectus). La valeur de l'entreprise se limitera à 30,344 MD pour une valeur de l'action 15,172 dinars et non de 27,068 dinars. Il se révèle ainsi une surévaluation du goodwill et de la valeur de l'entreprise.

L'évaluation par l'actualisation des cash flow :

Un élément fondamental de la valeur d'une entreprise est qu'elle est énoncée en termes de flux monétaires. Elle renvoie à la différence entre l'argent reçu et l'argent déboursé ou, en termes de consommation, à la différence entre la consommation générée par l'actif et la consommation retardée par l'achat de l'actif (Modigliani & Miller (1961)). Plus l'entrée d'argent est éloignée dans le temps, moins la valeur est élevée. Plus le taux exigé est élevé, plus la valeur diminue et plus le taux est faible, plus la valeur augmente.

Par référence au prospectus d'admission, l'évaluation par l'actualisation des cash flows donne les résultats du tableau 6, et ce en adoptant l'hypothèse que la valeur résiduelle est équivalente à la valeur de l'actif net réévalué au 31/12/98, c'est-à-dire que $\Delta BFR = 0$ (La variation du Besoin en Fonds de Roulement = 0)

Tableau 6. L'évaluation de BATAM par le DCF (en milliers de dinars)

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Résultats d'exploitation avant impôts et intérêts	1817	1505	1710	1655	2048
Investissements (physiques et financiers)	4350	1350	2250	3250	3250
Cash flow	- 1688	2407	323,968	- 738,199	- 351,459
Valeur résiduelle					17252

Source : Plan de trésorerie prévisionnelle.

Valeur de l'entreprise = 10,213 MD.

Valeur de l'action = 5,107 dinars.

Si on retient seulement les investissements physiques de la société, la valeur de l'entreprise serait alors de 18,751 MD, pour une valeur de l'action de 9,376 dinars .

L'évaluation par le modèle de Gordon (Actualisation des dividendes) :

Les entrées d'argent générées par l'entreprise au profit des actionnaires sont principalement les dividendes versés et le prix de vente de l'action. En appliquant le modèle de Gordon pour les hypothèses avancées par l'entreprise, avec un taux de croissance annuel moyen de 3,8%, équivalent au taux d'inflation moyen de l'époque (source :Institut national de statistiques INS),et le taux d'actualisation (11,11%) retenu au niveau du prospectus. Nous obtenons les résultats publiés au tableau 7 suivant.

Tableau 7. L'évaluation de BATAM par le modèle de Gordon (DD) (en dinars)

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Dividende par action	0,390	0,510	0,686	0,730	0,828
Actualisation des dividendes	0,351	0,414	0,502	0,481	7,575

La valeur de l'action est de 9,323 dinars = 0,351+0,414+0,502+0,481+7,575, contre 25,448 dinars retenu par l'évaluateur. Notre évaluation diverge ainsi fondamentalement de celle faite par ce dernier et fait ressortir une surévaluation initiale.

Nos calculs montrent par conséquent de larges différences par rapport aux évaluations disponibles sur le prospectus d'introduction en bourse de la société BATAM. Ces différences sont synthétisées dans le tableau N° ? ci-après.

Tableau 8. Comparaison de l'évaluation de l'auteur à celle du prospectus (en dinars)

Méthode d'évaluation	Valeur de l'action selon le prospectus	Valeur de l'action selon les calculs de l'auteur
Actif net corrigé	8,626	8.626
Approche du goodwill	27,068	2,783 (sous l'hypothèse de rémunération de la VSB) 15,172 ** (sous l'hypothèse de rémunération de l'actif net)
Valeur de rentabilité	26,145	-----
Actualisation des cash flow	Non retenue au niveau du prospectus	5,107 9,376 (sous l'hypothèse que seuls les investissements physiques sont retenus).
Actualisation des dividendes	25,448	9,323

Source : Prospectus et calculs de l'auteur.

Nos calculs révèlent par conséquent la surévaluation de l'action de BATAM. Le prix d'introduction fixé à 23,000 dinars est surestimé car il est largement supérieur à ce qu'il devrait être à travers les méthodes d'évaluation.

5. La réaction du marché aux introductions de Tunis Air et de BATAM

Dans le but de continuer notre comparaison de l'introduction en bourse d'une entreprise publique et d'une entreprise privée sur le parquet de la bourse des valeurs mobilières de Tunis, nous allons essayer d'analyser la sous-évaluation initiale des deux cas étudiés. Cette dernière serait appréciée par le comportement des cours de chaque action sur le marché par rapport à son cours d'introduction. Quatre méthodes d'estimation de la SEI peuvent être utilisées (Ritter (1984), Lerner (1994),). La première, que nous noterons SEI (1) consiste à estimer le rendement du titre R_i :

$$R_i = \frac{P_m - P_e}{P_e} \quad \text{SEI (1)}$$

Avec : P_m : Le prix du marché à la date finale.

P_e : Le prix d'introduction.

Cette méthode suppose l'hypothèse d'un marché parfait où l'offre est reliée à la demande et le risque du titre est équivalent à celui du marché (Ljungquist (1997)). C'est une hypothèse difficilement réalisable.

Les chercheurs (Loughram et Al (1994), Haogholm (1995)) ont alors proposé une deuxième méthode en ajustant le rendement du titre par les fluctuations du marché,

$$D' où : Ri = \frac{Pm - Pe}{Pe} - \frac{M1 - Mo}{Mo} \quad SEI (2)$$

Avec : M1: l'indice du marché à la fin de la période.

Mo : l'indice du marché à l'introduction.

La deuxième méthode suppose que le bêta (β) du titre est égal à l'unité. D'où la proposition d'une troisième méthode (SEI (3)) prenant en considération le risque systématique (β_i) de la société (Su & Fleisher (1999), Huang & Levich (1998))

$$Ri = \frac{Pm - Pe}{Pe} - \beta_i \frac{M1 - Mo}{Mo} \quad SEI (3)$$

La troisième méthode suppose une approximation du bêta. Or, l'absence d'entreprises similaires sur le parquet, rend biaisée une telle estimation.

Ritter (1991) et Affleck et Al (1993), ont utilisé le rendement anormal (AR) réajusté en fonction d'un portefeuille de référence. C'est la quatrième méthode d'évaluation (SEI (4)).

$$AR_{it} = Rit - R_{mt} \quad SEI (4)$$

Avec : Rit : le rendement du titre i.

Rmt: le rendement du portefeuille de référence. Les praticiens utilisent le rendement sans risque majoré d'une prime de risque.

Dans le but d'éviter toute subjectivité quant au choix des variables, nous utiliserons les deux premières méthodes pour mesurer respectivement les SEI de TUNIS AIR et de BATAM. Les résultats figurant au tableau 9 démontrent une différence majeure entre les deux sociétés. En effet, alors qu'une importante sous-évaluation initiale est observée dans le cas de l'entreprise publique, c'est une surévaluation initiale qu'ils relèvent dans le cas de l'entreprise privée.

Tableau 9. Estimation de la sous (sur) évaluation initiale (SEI)

	TUNIS AIR	BATAM
Dates d'introduction	24 Juillet 1995	12 Juillet 1999
Prix d'introduction	23,500 dinars	23,000 dinars
Les dates 2 semaines après l'introduction	08 Août 1995	23 Juillet 1999
Prix du marché 2 semaines après l'introduction	30,610 dinars	22,700 dinars
Indice BVMT à l'introduction	623,37	588,02
Indice BVMT 2 semaines après l'introduction	629,94	608,03
SEI (1)	30,25%	- 13,00%
SEI (2)	29,20%	- 16,40%

Source : Calculs de l'auteur à partir des données de la BVM Tunis.

Le calcul des évaluations initiales de Tunis Air et de BATAM suggère par conséquent que l'introduction de la première société semble avoir été dans la lignée de ce qui est généralement admis par la théorie financière et confirmé par la plupart des travaux empiriques. Au contraire, celle de la deuxième société s'en éloigne. Le vendeur privé a semble-t-il cherché à maximiser son produit de cession, alors que l'Etat et les participants publics semblent privilégier la dynamisation du marché financier. Les deux dernières explications se trouvent confortées par nos résultats relatives à la confrontation des données de leurs prospectus respectifs à celles de nos propres calculs. Ces derniers ont confirmé celles du prospectus de Tunis Air. Au contraire, dans le cas de BATAM ils ont divergé pour révéler des valeurs surestimées dans son prospectus.

En plus des explications précédentes, il est important de souligner que le moment d'introduction en bourse semble avoir été mieux choisi dans le cas de Tunis Air par rapport à celui de BATAM. La période d'introduction de cette dernière a coïncidé avec une tendance baissière sur la place de Tunis (insérer quelques indicateurs sur l'évolution du Tunindex pendant cette période). Cependant, la bourse de Tunis était marquée par une tendance haussière au moment de l'introduction de Tunis Air (insérer quelques indicateurs sur l'évolution du Tunindex pendant cette période).

L'importance de l'état du marché dans la réussite d'une opération a été souligné par plusieurs auteurs. Comme exemples, Derrien et Womack (1999) affirment que les entreprises émettrices saisissent l'opportunité de vente lorsque les marchés sont hautement réceptifs. Le dynamisme du marché peut influencer la SEI. Aussi, Lowrg et Schwert (2000), ont montré qu'au cas où

les rendements initiaux sont élevés, les investisseurs sont extrêmement optimistes.

Conclusion

La rédaction d'un prospectus d'admission en bourse n'est qu'une facette de la réalité d'une entreprise. Le cours d'introduction en bourse mettra en valeur l'image de l'entreprise, favorise la liquidité, la sécurité et la performance et rassure le potentiel actionnaire sur la pérennité de la société.

Les objectifs de la cotation sur le parquet de la bourse, peuvent aller de la croissance de l'entreprise à la maximisation de produit de cession. Certains investisseurs, veulent profiter d'un marché « bullish » pour offrir une part du capital au public avec un cours surévalué, alors que d'autres cherchent l'image de marque de la société et le potentiel qu'en procure le marché financier. Ils respectent la règle théorique de la sous évaluation initiale et essaient de garantir le meilleur flottant.

Certains candidats à l'épargne publique, ignorent l'assurance de la cotation de l'entreprise. Ils ignorent l'avis des professionnels, au risque d'entacher la crédibilité de tous les intervenants sur le parquet de la bourse des valeurs mobilières. L'insuffisance de rentabilité ou la perte pure et simple de la mise de l'épargnant, sont la sanction finale et naturelle du marché.

L'évaluation de TUNIS AIR (entreprise publique), a été fondée sur un professionnalisme et un respect du futur actionnaire en priorité, le petit porteur. Une plus-value latente a été enregistrée et tous les intervenants ont été satisfaits. L'Etat n'a pas bradé son patrimoine. Elle a assuré un bon flottant et a attiré les investisseurs en bourse, pour faire de cette dernière une vraie place financière.

La sous évaluation initiale de Tunis Air (une décote d'environ 30%) a joué en faveur du marché financier. Plusieurs nouveaux investisseurs, principalement des petits porteurs ont découvert la bourse. Une plus value sur action d'environ 7 dinars, en deux semaines de l'introduction a révélé l'importance de la dynamisation du marché financier pour l'Etat. Cette dernière a respecté la théorie financière, et a confirmé les études empiriques réalisées, aussi bien sur les marchés développés (Etats Unis, Europe etc.) que sur les marchés émergents (Maroc, Singapour etc.)

L'évaluation de BATAM (entreprise privée), a été fondée sur le seul objectif de maximisation du produit de cession. L'évaluateur semble ignorer même les principes de base de l'estimation d'un titre de propriété. Des erreurs au niveau des différentes méthodes d'évaluation ont été détectées et une surévaluation initiale s'est révélée. Le marché a sanctionné les nouveaux actionnaires de BATAM et des pertes énormes ont été enregistrées.

Une surévaluation initiale du cours de BATAM d'environ 15% n'a fait que contrarier la théorie financière et les études empiriques sur les marchés émergents. Une moins value sur action d'environ 1,300 dinar, deux semaines après la cotation a révélé l'objectif immédiat du vendeur et sa négligence des avantages du marché financier.

Notre article a mis l'accent sur l'importance de l'évaluation initiale dans les marchés émergents des pays en voie de développement. Une sous-évaluation peut jouer en faveur de la dynamisation du marché financier et catalyser le passage à la finance directe. La surévaluation révélée au niveau du cas de l'entreprise privée a bouleversé les nouveaux entrants (principalement les petits porteurs) et a créé une certaine méfiance. La maîtrise de l'art de l'évaluation des sociétés et la recherche d'un équilibre entre les différents intervenants dans l'opération et la fixation d'objectifs clairs devraient renforcer la confiance dans la Finance directe et contribuer au développement des marchés boursiers dans les pays en développement. Ce sont des axes sur lesquels les autorités publiques de ces derniers devraient agir pour une meilleure mobilisation de l'épargne domestique.

References:

1. Alami Talbi Lalla Fatima-Zohra (2010), Critique économique n° 26 • Été-automne
2. Aussenegg, W. (2000). Privatisation versus Private Sector Initial Public Offering in Poland. *Multinational Finance Journal*, 4(1/2), 69-97
3. Aussenegg, W., Jelic, K. (2007). Operating Performance of Newly Privatized Firms in Central European Transition Economies. *European Financial Management*, 13(5), 853-879.
4. Barber, B.M., Lyon, J.D. (1997). Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics. *Journal of Financial Economics*, 43(3), 341-372.
5. Baron, D.P. (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *Journal of Finance*, 47, 955-976.
6. Belkassah M. & , Sanae A.J (2022), Financial performance of Initial Public Offerings: Exploratory study. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*. Volume 3, 210-230
7. Ben Ouali Tejjedine (2005), étude comparative rétrospective de l'introduction en bourse d'une entreprise publique et d'une entreprise privée. Mémoire d'expertise comptable. Institut supérieur de comptabilité et d'administration des entreprise (ISCAE Manouba).

8. Blume, M.E., Stambaugh, R.F. (1983). Biases in Computed Returns - an Application to the Size Effect. *Journal of Financial Economics*, 12, 387-404.
9. Bortolotti B., Milella V., (2008). Privatization in Western Europe: Stylized Facts, Outcomes, and Open Issues. In G. Roland (ed.) *Privatization Successes and Failures*, Columbia University Press.
10. Boubakri, N., Cosset, J.C. (1998). The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries. *Journal of Finance*, 53(3), 1081-1110.
11. Boubakri, N., Cosset, J.C. (2000). The Aftermarket Performance of Privatization Offerings in Developing Countries. Working Paper, HEC Montreal.
12. Choi, S.D., Lee, I., Megginson, W.L. (2010). Do Privatization IPOs Outperform in the Long Run? *Financial Management*, 39(1), 153-185.
13. Choi, S-D., Nam, S-K., (1998). The Short Run Performance of Privately and Publicly-Owned Firms: International Evidence. *Multinational Finance Journal*, 2(3), 225-244.
14. Comstock, A., Kish, R., Vasconcellos, G. (2003). The Post-Privatization Performance of Former State-Owned Enterprises. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 13, 19-37.
15. Derrien, F. (2002). Trois essais sur les introductions en bourse. Thèse de doctorat, HEC PARIS.
16. Djumessi F., Gonne J & Wamba L.D (2020), L'introduction en bourse améliore-t-elle la performance financière de l'entreprise ? Une application au cas des entreprises cotées à la Douala Stock Exchange. *Revue congolaise de gestion*, numéro 29, 101-133.
17. Dufour D. & Molay E.(2008), Sous évaluation à l'introduction en bourse et valorisation : L'exemple d'ALTERNEXT Université de Nice-Sophia Antipolis – CRIFP – IAE de Nice
18. D'Souza J., Megginson, W.L., (1999). The Financial and Operating Performance of Privatized Firms during the 1990s. *Journal of Finance*, 4, 1397-1438.
19. D'Souza, J., Megginson, W.L., Nash, R.C. (2005). Effect of Institutional and Firm-specific Characteristics on Post-privatization Performance: Evidence from Developed Countries. *Journal of Corporate Finance*, 11, 747-766
20. D'Souza, J., Megginson, W.L., Nash, R.C. (2007). The Effects of Changes in Corporate Governance and Restructurings on Operating Performance: Evidence from Privatizations. *Global Finance Journal*, 18(2), 157-184.

21. Dewenter, K.L., Malatesta, P.H. (1997). Public Offerings of State-owned and Privately-owned Enterprises: An International Comparison. *Journal of Finance*, 52, 1659-1679.
22. Djoumessi F. Gonne J. et Wamba L.D. (2020), L'introduction en bourse améliore-t-elle la performance financière de l'entreprise ? Une application au cas des entreprises cotées à la Douala Stock Exchange (DSX), *Revue congolaise de gestion*, 1(25):101-133
23. Florio, M., Manzon, K. (2004). Abnormal Returns of UK Privatizations: from Underpricing to Outperformance. *Applied Economics*, 36(2), 119-136.
24. Gajewski, J-F., Gresse, C. (2006). A survey of the European IPO market. European Capital Market Institute, Centre for European Policy Studies.
25. Grinblatt, M., Titman, S. (1998). *Financial Market and Corporate Strategy*. Irwin Professional Publishing.
26. Huang, Q., Levich, R.M. (2003). Underpricing of New Equity Offerings by Privatized Firms: An International Test. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 6(1), 1-30.
27. (Ibbotson, R-G., Jaffe, J-F. (1975). Hot Issues Markets. *The Journal of Finance* 30(4), 1027-1042).
28. Jelic, R., Briston, R. (1999). Hungarian Privatization Strategy and Financial Performance of Privatized Companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26, 1319-1357.
29. Jelic, R., Briston, R. (2003). Privatisation Initial Public Offerings: The Polish Experience. *European Financial Management*, 9(4), 457-484.
30. Jenkinson, T., Mayer, C. (1988). The Privatization Process in France and the UK. *European Economic Review*, 32, 482-490.
31. Kikeri, S., Nellis, J., Shirley, M. (1992). *Privatization: the Lessons of Experience*. World Bank Publications, Washington, DC.
32. Levis, M. (1993). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The U.K. Experience. *Financial Management*, 1, 28-41.
33. Jungqvist, A. (2004). *Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance Chapter III IPO*
34. underpricing. New York University and CEPR, Stern School of Business
35. Kooli, M. (2000). La sous évaluation des émissions initiales: le cas du Canada. *Gestion* 25,78-91
36. Ljungqvist, A. (2007). IPO Underpricing. In B. Espen Eckbo (ed.) *Handbook of Empirical Corporate Finance*, Elsevier/North-Holland), pp. 375-422.

37. Loughran, T., Ritter, J.R., Rydqvist, K. (1994). Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific Basin Finance Journal*, 2, 165-199.
38. Lyon, J.D., Barber, B.M., Tsai, C.-L. (1999). Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns. *Journal of Finance*, 54(1), 165-201.
39. Megginson, W.L., Nash, R.C., Netter, J.M., Schwartz, A.L. (2000). The Long-run Return to Investors in Share Issue Privatizations. *Financial Management*, 29(1), 67-77.
40. Megginson, W.L., Nash, R.C., Van Randenborgh, M. (1994). The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: an International Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 69(2), 403-452.
41. Megginson, W.L., Netter, J.M. (2001). From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321-389.
42. Menyah, K., Paudyal, K., Inyangete, C.G. (1995). Subscriber Return, Underpricing, and Long-term Performance of U.K. Privatization Initial Public Offers. *Journal of Economics and Business*, 47, 473-495.
43. Mezui .C.A (2014). Approfondir les marchés africains des capitaux pour le financement des infrastructures. *Revue d'économie financière*, numéro 116, 165-176
44. Mrissa Bouden Habiba (2015), THE IMPACT OF RISK ON THREE INITIAL PUBLIC OFFERINGS MARKET ANOMALIES: HOT-ISSUE MARKET, UNDERPRICING, AND LONG-RUN UNDERPERFORMANCE. Thèse de doctorat, université Laval, Québec.
45. Nguimeya Z. F. (2014). Revisiting IPO underpricing and underperformance: Evidence from West Africa. *International Journal of Business and Social Science* Vol. 5, No.
46. OUATTARA D. & al. (2020) « Sous-évaluation à l'introduction en bourse : cas des entreprises cotées sur le marché de la BRVM » *Revue Internationale du Chercheur* «Volume 1 : Numéro 3» pp : 19 – 40
47. Oussama ABDALLAH et Luc MARCO (2016), Centre d'économie de l'université Paris Nord CEPN n° 2016-05
48. Perera, W., & Kulendran, N. (2012). New evidence of short-run underpricing in Australian
49. IPOs. In 2012 Financial Markets & Corporate Governance Conference

50. Paudyal, K., Saadouni, B., Briston, R. (1998). Privatization Initial Public Offering in Malaysia: Initial Premium and Long-Term Performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, 427-451.
51. Perera, W., & Kulendran, N. (2012). New evidence of short-run underpricing in Australian
52. IPOs. In 2012 Financial Markets & Corporate Governance Conference
53. Perotti, E.C. (1995). Credible Privatization. *American Economic Review*, 85, 847-859.
54. Perotti, E.C., Guney, S.E. (1993). The Structure of Privatization Plans. *Financial Management*, 22, 84-98.
55. Ritter, J.R. (1987). The Costs of Going Public. *Journal of Financial Economics*, 19, 269-282.
56. Ritter, J.R. (1991), " The long-run performance of initial public offerings", *Journal of Finance*, vol. 46, 1991, p. 3-27.
57. Rock, K. (1986). Why New Issues are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.
58. Roberto Maglio, Maria Rosaria Petraglia, Francesco Agliata (2018), IFRS and IPO underpricing: evidence from Italy, *International Journal of Managerial and Financial Accounting (IJMFA)*, Vol. 10, No. 3.
59. Vieira, C., Serra, A.P. (2006). Abnormal Returns in Privatization Public Offerings: The Case of Portuguese Firms. *Notas Económicas*, 22, 22-135.