

L'Importance du Cours d'Introduction en Bourse pour la Réussite de la Cotation Etude. Critique à l'Evaluation d'une Société Introduite sur le Parquet de la de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT)

Tejeddine Ben Ouali
Virtual University of Tunis, Tunis

[Doi: 10.19044/esipreprint.6.2023.p471](https://doi.org/10.19044/esipreprint.6.2023.p471)

Approved: 17 June 2023

Posted: 20 June 2023

Copyright 2023 Author(s)

Under Creative Commons BY-NC-ND

4.0 OPEN ACCESS

Cite As:

Ouali T.B. (2023). *L'Importance du Cours d'Introduction en Bourse pour la Réussite de la Cotation Etude Critique à l'Evaluation d'une Société Introduite sur le Parquet de la de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT)*. ESI Preprints.

<https://doi.org/10.19044/esipreprint.6.2023.p471>

Résumé

L'article enquête sur la détermination de l'objectif de l'introduction en bourse d'un actionnaire privé, à travers la reprise des évaluations de l'action et la fixation du cours d'introduction, pour un cas réalisé sur le parquet de la bourse des valeurs mobilières de Tunis. L'introduction en bourse vise la recherche d'un financement direct pour le renforcement des fonds propres de la société, la bonne image de l'entreprise et le désengagement de l'un ou de plusieurs actionnaires de du capital social. L'offre d'actions par les anciens actionnaires doit prendre en considération les intérêts antagonistes de tous les intervenants et fixer la juste valeur d'introduction, pour un équilibre gagnants/gagnants. Une déviation par rapport à l'équilibre peut nuire à l'opération d'introduction, induire les novices de la bourse en erreur et éventuellement se retirer de la cote officielle. En visant l'encaissement d'une importante plus value de cession, l'initiateur de l'offre publique de vente risque de nuire à la pérennité de l'action sur le parquet de la bourse. Les résultats ont montré que l'actionnaire privé, initiateur de l'introduction à la bourse des valeurs mobilières de Tunis cherche son propre intérêt de maximisation du produit de cession, indépendamment des nouveaux entrants et de la continuation de la cotation. L'opération s'est terminée par une offre publique de retrait

(OPR).

Mot-cles: OPV : Offre publique de vente, OPR : Offre publique de retrait, Actualisation des cash flow, Actualisation des dividendes, BVMT : Bourse des valeurs mobilières de Tunis, SPCD

The Importance of the IPO's Price for a Successful listing. A Critical Study of the Evaluation of a Company Introduced on the Floor of the Tunis Stock Exchange

Tejeddine Ben Ouali

Virtual University of Tunis, Tunis

Abstract

The article investigates the determination of the objective of the IPO of a private shareholder, through the resumption of the evaluations of the action and the fixing of the IPO price, for a case carried out on the trading floor of Tunis Stock Exchange. The IPO aims to seek direct financing for the strengthening of the company's equity, the good image of the company and the disengagement of one or more shareholders from the share capital. The offer of shares by former shareholders must take into consideration the conflicting interests of all stakeholders and set the fair IPO value, for a win/win balance. Deviation from equilibrium can adversely affect the IPO trade, mislead stock market novices, and possibly withdraw from official listing. By aiming to collect a significant capital gain from the sale, the initiator of the public offering risks harming the sustainability of the share on the stock exchange floor. The results showed that the private shareholder, initiator of the introduction to the Tunis Stock Exchange, seeks his own interest in maximizing the sale proceeds, independently of new entrants and the continuation of listing. The operation ended with a public withdrawal offer (PWO).

Keywords: IPO : initial public offer, PWO: public withdrawal offer, DCF : Discounted cash flow, DD : Discounted dividend, TSM :Tunisian stock market, SPCD

Introduction

L'évaluation d'entreprise est un compartiment hautement pointu de la science Financière. Les circonstances à l'occasion des quelles il est envisagé d'effectuer une évaluation sont multiples. Une évaluation débute par

l'identification du donneur d'ordre, des objectifs et des finalités. Une connaissance approfondie des éléments d'environnements ainsi que des aspects reliés à l'entreprise est indispensable pour fonder un jugement qualitatif sur les forces et les faiblesses de celle-ci. L'évaluation nécessite une préparation lourde qui aidera l'analyste à scinder les méthodes d'évaluation patrimoniales, par les flux ou composites.

L'indépendance de l'analyste et sa liberté de jugement ne devant en aucune circonstance être remises en cause pour des raisons d'ordre commercial.

L'évaluation est plus qu'une aide à la fixation d'un prix. Elle détermine la crédibilité du montage de cession. Une entreprise surévaluée dans un marché « bearish » n'est qu'une mauvaise réputation pour les vendeurs, alors qu'une entreprise sous-évaluée dans un marché « bullish » n'est qu'une opportunité perdue par le cessionnaire.

Le rôle de l'évaluateur est primordial. Aussi bien pour l'entreprise que pour le marché financier.

Dans le cadre de cet article, nous proposons d'examiner l'importance de la fixation du cours d'introduction, par référence aux différentes méthodes d'évaluation, confrontées empiriquement au cas d'une entreprise introduite à la cote permanente de la bourse des valeurs mobilières de TUNIS, pour saisir la finalité escomptée de l'ouverture du capital.

2. Revue de la littérature

L'introduction en bourse est une affaire délicate, qui peut affecter la réputation de l'entreprise et l'image des actionnaires. Trois acteurs principaux sont impliqués dans l'opération d'introduction. Les actionnaires représentants l'entreprise, ayant à offrir leurs actions au parquet, l'intermédiaire en bourse ayant à évaluer l'action et fixer le cours d'introduction et les potentiels investisseurs ayant à souscrire à l'offre publique de vente.

Ces acteurs ont des intérêts antagonistes. L'acheteur ayant à augmenter la plus value, le vendeur qui cherche à maximiser le produit de cession et l'intermédiaire qui cherche un équilibre gagnant / gagnant entre l'offreur et le demandeur.

Un déséquilibre entre intervenants peut induire les nouveaux actionnaires en erreur, principalement les petits porteurs novices de la bourse. Il peut enrichir les offreurs des actions au détriment des ignorants des rouages financiers et révèle la qualité professionnelle de l'intermédiaire en bourse.

L'ouverture partielle du capital est souvent associée à une plus value, attirant les nouveaux investisseurs et permettant le renforcement des fonds propres de l'entreprise à coter. Une surévaluation de l'action peut générer

une plus value immédiate qui sera anéantie par l'équilibre du marché et la révélation de la juste valeur.

La primatie de l'objectif du vendeur pour la maximisation de son produit de cession peut se traduire par un déséquilibre du prix d'introduction, la réalisation d'une moins-value et le retrait même de la cotation.

L'équilibre des intérêts antagonistes entre les différents acteurs intervenants dans l'opération d'introduction en bourse, est une condition *séné-qua-non* à la réussite future de la cotation du titre.

Trois arguments jouent en faveur de l'entreprise candidate à l'introduction en bourse : La recherche d'un financement direct agissant sur la structure financière de l'entreprise, l'image notariale de la société et le désengagement de l'un ou de plusieurs actionnaires du capital social.

Pagano, Panetta et Zingales (1998) ont montré que le recours au marché financier par les entreprises italiennes augmente leur capacité d'endettement et leur pouvoir de négociation avec les institutions bancaires.

Chemmanur & Yan (2004) ont montré que la publicité des produits de l'entreprise, la communication de l'introduction en bourse et la sous-évaluation initiale constituent des leviers d'une stratégie de diffusion d'informations, se rapportant à la qualité des produits et à la valeur de l'entreprise.

Belkassah & Sanae, (2022) ont montré que l'introduction en bourse renforce la notoriété de l'entreprise.

Zingales (1995) a montré que l'opportunité qu'offre l'introduction en bourse aux actionnaires existants est la cession de l'action à un cours relativement plus élevé qu'une entreprise non cotée.

Ouatara 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 plus value de cession peut être une opportunité d'un gain d'impôts et d'une croissance de la richesse des cédants.

L'intermédiaire en bourse doit chercher l'équilibre entre le vendeur qui cherche à maximiser son produit de cession et l'acheteur qui cherche à avoir des titres bon marché. Souvent la tendance est vers la satisfaction du client vendeur, donneur d'ordre. Un déséquilibre peut exister et nuire à l'image de la société, tout en induisant en erreur les petits porteurs.

Certains auteurs proposent le recours à la procédure du livre d'ordres (*book building*) pour la fixation du cours d'introduction. Il s'agit notamment de Biais et Faugeron (2002), Ljungqvist, Jenkinson et Wilhelm (2003), Ball, Chiu & Smith (2011) . Cette technique consiste à collecter les intentions d'achat des investisseurs, fixer le prix d'offre et allouer les titres entre les différents intervenants institutionnels et petits porteurs.

Les investisseurs constituent le troisième acteur de l'introduction en bourse. La participation de ces derniers est primordiale à la réussite de l'opération et à l'image de marque de la société. La souscription à l'offre publique de vente est fonction de l'environnement économique, la situation du marché (bullish ou bearish), le climat de confiance et les facteurs intrinsèques à l'opération. Ces facteurs relèvent notamment, de la stratégie du MIX marketing (4P), du road show, du prix d'introduction, de la confiance et de la gestion de la valeur à long terme. Souvent, cette dernière est ignorée sur les marchés émergents des pays en voie de développement, où le cédant cherche à maximiser son produit de cession, réaliser un gain d'impôts à court terme et négliger l'avenir de l'action.

L'introduction en bourse est confrontée à trois grandes problématiques. Il s'agit de la rentabilité initiale de l'introduction, des performances boursières à long terme et des phénomènes de regroupement d'introduction. Ces problématiques affectent l'efficacité du marché financier et les prix ne contiennent pas toutes les informations disponibles.

Ritter (2003) a montré que la rentabilité initiale de l'introduction doit être positive. L'atteinte de cet objectif est révélée par la sous-évaluation initiale (SEI) et le manque à gagner immédiat de l'intermédiaire en bourse chargé de l'opération.

Allen & Faulhaber (1989), Grinblatt & Hwang (1989), Welch (1989) et Hutagaol (2005), ont montré que la sous-évaluation initiale est un signal de révélation de la bonne qualité d'une firme qui « laisse un bon goût » pour un rendement futur favorable.

Ritter et Welch (2002), ont constaté une diminution significative des performances boursières des introductions en bourse sur une période de trois à cinq ans.

Djournessi F. Gonne J. et Wamba L.D. (2020), ont montré que les performances des actions des sociétés introduites sur le parquet de « Douala Stock Exchange » sont importantes durant l'année de la cotation. Ces performances s'érodent progressivement avec le temps, malgré la croissance des dividendes et des bénéfices par action.

Ritter (1984) a montré que les rentabilités initiales élevées sont accompagnées d'un grand nombre d'entreprises introduites en bourse. Ce phénomène ne peut être constaté sur le parquet des nouvelles bourses émergentes des pays en voie de développement, à l'instar de la bourse des valeurs mobilières de Tunis (BVMT)

3. Méthodologie

Partant du prospectus d'admission en bourse de la SPCD le 15 mars 1996. Une analyse de la démarche suivie et des techniques (Modèles) d'évaluation utilisées par l'intermédiaire en bourse, servira de base à

l'appréciation du cours d'introduction et son comportement, pour révéler l'objectif de l'initiateur de la vente et la pérennité d'une action éventuellement surévaluée.

Nous procédons en une analyse en deux étapes. Nous commençons d'abord par reprendre les évaluations de la société et tester leur degré de certitude. Ensuite nous décelons le comportement de l'action pour en conclure de l'objectif assigné à l'initiateur de l'OPV.

4. Analyse du contenu du prospectus

L'évaluation de la SPCD¹ avait pour objectif principal la fixation du cours d'introduction en bourse. Les objectifs de l'évaluation sont supposés être expliqués de façon précise au client (le vendeur), afin d'avoir un compromis raisonnable entre les intérêts antagonistes des différents intervenants (Vendeurs, petits porteurs, intermédiaires en bourse etc.).

Une maximisation du produit de cession induit inéluctablement le petit porteur en erreur et peut même affecter le dynamisme du marché financier. Une sous évaluation mal calculée brade le patrimoine de l'actionnaire cédant et peut même le désintéresser à ouvrir son capital au public.

Nous procédons à la revue du prospectus d'admission et reprise des évaluations d'une manière professionnelle et théorique, pour la révélation de l'éventuelle induction en erreur des nouveaux actionnaires.

La société de produits chimiques et de détergents est une société anonyme, faisant partie du groupe de sociétés UTIC (Ulysse trading and industrial Companies). Contrôlées et dirigées par Monsieur Taoufic Chaïbi. L'entreprise fabrique les détergents et les savons de marques OMO, Zed, Tej, Skip, Vim, savons lux, Rexona, Sunlight etc. Son chiffre d'affaire a atteint 25,8 MD en 1995 contre 14,2 MD EN 1992. Il est accaparé à concurrence de 80% par l'activité poudre lessive, 9% par le savon et le reliquat pour les autres produits.

La firme est dans un marché International hautement concurrentiel. Elle est leader sur le marché national et jouit d'une bonne notoriété. Son organisation est fonctionnelle. Le climat social est sain et le taux d'encadrement est élevé.

Dans le cadre de l'ouverture du capital de la SPCD au public par une offre publique de vente. L'estimation de la valeur de l'action a été basée sur quatre méthodes, dont les résultats sont les suivants :

¹ Société introduite en bourse en Février 1996.

Tableau 1. Les valeurs de l'action avancées au prospectus d'admission, selon plusieurs méthodes.

Valeur Nominale	5DT
Actif Net Comptable	7,9 MDT
Approche du good Will	43,15 MDT
Actualisation des Cash flow (DCF)	51,56 MDT
Approche Comparative	40,64 MDT
Modèle d'évaluation de Bates	52,06 MD

Source : Prospectus d'admission

L'examen critique du prospectus d'admission en bourse révèle le suivant :

L'évaluateur de la SPCD s'est limitée à une description sommaire des différents produits, leur évolution, et leur part de marché respective. Il a passé en revue les nouveaux entrants étrangers, sans analyser le risque de menace qu'encours la société, suite au démantèlement tarifaire en 2005.

L'analyse est supposé examiner les Cinq forces de la concurrence, en référence à la mission de l'entreprise, et aux risques et menaces encourus par l'environnement économique, juridique, social, technologique, écologique et politique.

Selon porter (1982), l'entreprise ne doit pas se limiter à l'analyse des concurrents directs œuvrant dans le même domaine d'activité. Plusieurs forces affectent les conditions immédiates et futurs de la concurrence, à savoir les nouveaux entrants (potentiels), les produits substitués, les fournisseurs et les clients.

La SPCD occupe la part du lion sur le marché local. Seulement le nombre de Concurrents potentiels étrangers, leur taille, leur âge, leur portefeuille d'activité et leur force constituent autant d'éléments qui pourraient modifier l'intensité de la concurrence, pour une entreprise qui fonctionne à 40% de sa capacité de production.

L'absence de produits substitués, reconforte l'entreprise. Seulement sa dépendance envers un seul fournisseur local (EL KIMIA) pour la matière première de détergents limite ses sources d'approvisionnement. Une intégration en aval du fournisseur peut affecter les coûts de production de l'entreprise et diminuer sa compétitivité ²

La mondialisation des marchés a élargi la gamme des produits de détergents en Tunisie. Ce qui a pour conséquence d'accroître le pouvoir des clients, s'approvisionnant avec un meilleur rapport qualité / prix.

L'étude du positionnement des produits sur leurs marchés a mis l'accent sur la répartition du chiffre d'affaires sans aucune analyse de l'équilibre, de la dépendance ou de la dispersion de la valeur des ventes.

² Le transport de la matière première est coûteux

Une approche analytique aurait déterminé la marge contributive de chaque produit et son positionnement sur le marché.

Le marque OMO est un produit leader sur le marché local. La pénétration de ce dernier par de nouvelles marques étrangères peut lui accaparer une part du marché et marginaliser les produits purement tunisiens tels que tej et zed.

Les produits de savonnerie jouissent de la technologie d'unilever. Toutefois, la savonnerie naturelle à base d'huiles d'olives ou autres Commence à intéresser une bonne partie de la population tunisienne, soucieuse de l'effet du savon su le peau.

La part des dépenses du tunisien en Hygiène et soins est de 9,6%. Elle est de 10,3% au district de TUNIS. Elle peut dépasser les 20% dans les pays développés. Le potentiel de croissance du marché est révélé, mais la concurrence étrangère est une menace pour les produits de la SPCD. Toutefois, l'utilisation de la licence d'unilever permet à la SPCD un transfert technologique, lui permettant d'affronter la concurrence.

Malgré l'existence d'un seul concurrent local sur le marché des produits industriels de la SPCD. La concurrence étrangère peut le menacer, si aucune initiative de développement et d'amélioration de la qualité d'une matière première importante pour les fabricants tunisiens, soucieux de la qualité de leurs produits, ne se manifestent pas.

Le seul marché d'exportation de la SPCD est celui de la Lybie. Il s'agit d'un marché aléatoire trop risqué. Il doit être considéré comme une opportunité conjoncturelle, sur la quelle les dirigeants doivent être prudents, au niveau de leurs investissements et la croissance de leurs marchés.

L'évaluateur a négligé les avantages distinctifs de l'entreprise notamment l'expérience sur le marché local, l'utilisation d'une licence de production de renommée et la qualité des dirigeants.

Une analyse des facteurs de commercialisation, aurait éclairé le potentiel acquéreur sur la position concurrentielle de l'entreprise. L'image, la qualité, la valeur du produit, l'étendue du réseau de distribution et les conditions de commercialisation (crédit) autant de variables importantes à la survie de l'entreprise et à sa capacité d'affronter la concurrence.

La SPCD tire profit de plusieurs couples produit / marché, ce qui pose le défi de bien connaître les facteurs des clés de succès propres à chaque couple, et de les contrôler mieux que les concurrents. Une analyse de la croissance de chaque centre d'activité stratégique, du cycle de vie des différents produits, et le plan d'investissement proposé, auraient pu illustrer la position stratégique de l'entreprise et son avenir. Une modification du positionnement de la SPCD s'impose dans le contexte de démantèlement tarifaire total et de concurrence intense. L'entreprise, doit se préparer et fixer minutieusement ses stratégies de long terme.

L'évaluateur s'est limité à une présentation de l'organigramme de l'entreprise. Il s'agit d'une structure par fonction qui favorise des groupes de travail composés de spécialistes, chacun ayant une vision très limitée du problème à résoudre.

La structure organisationnelle de la SPCD est censée s'adapter au dynamisme de l'environnement. La structure par produit favorise la différenciation de ses produits et élimine les conflits d'individus spécialistes, pour une meilleure intégration.

L'analyste est supposé évaluer les ressources de l'entreprise par domaine d'activité (Marketing, Personnel, finance, production, recherche et développement, organisation, gestion), afin d'identifier les points forts et les points faibles de la Société. Il s'est limité à une description sommaire des menaces de l'environnement (concurrence), sans pourtant s'intéresser aux conditions d'exploitation.

Le pré-diagnostic financier s'est limité au calcul de quelques ratios (p21 du prospectus) sans aucune analyse.

Ces ratios ³ révèlent une amélioration remarquable du rendement des actionnaires (+75%). Un accroissement de la profitabilité des ventes, une meilleure utilisation des actifs, une baisse du taux d'endettement et une capacité d'endettement à long terme confortable.

Un certain nombre de clignotants n'auraient pas dû être négligés par l'analyste même s'ils débordent sa mission d'évaluateur, mais révèlent des informations de tailles aux investisseurs en bourse. Il s'agit principalement du respect ou non des dates légales de convocation des assemblées, , conseils et comités d'entreprises ; d'éventuels notifications de protêts, retard ou refus de certification, dégradation du climat social, prises de garanties par certains créanciers (hypothèques, nantissements, cautions) ; et recherche de partenaires financiers.

Le souci de l'évaluateur de se montrer prospectif et synthétique ne doivent endormir sa vigilance et sa curiosité pour une meilleure interprétation.

L'examen du prospectus d'admission, révèle l'absence d'un audit juridique et social. En effet, ce dernier constitue un outil de conformité, un outil de prévention et un moyen de diagnostic.

Les besoins de sécurité que cet audit vise à satisfaire concernent principalement les statuts juridiques des biens, les contrats commerciaux et les engagements sociaux.

L'évaluateur est censé vérifier la conformité des valeurs déclarées et l'appartenance juridique des biens. La société utilise des brevets et marques de fabriques étrangères. Une analyse plus approfondie sur leur nature, leurs

³ On s'est limité à l'analyse statique des ratios du prospectus

durée restant à courir et leur extensions aurait pu éclairer d'avantage le petit porteur.

La négociation de crédits bail, les menaces d'expropriation, et les projets de Cession, sont autant d'éléments essentiels à scinder la nature des biens et leur risque pour les nouveaux acquéreurs.

Le SPCD peut avoir conclu des accords puis facilitent l'écoulement de ses produits, mais qui pourraient éventuellement comporter des engagements contraignants et des risques pour l'entreprise. Une analyse des plus importants contrats et leurs risques encourus en cas d'incident, est déterminante à la qualification de son potentiel, dans son environnement et en face des cinq forces de la concurrence.

Dans cette optique Quatre points essentiels doivent attirer l'attention de l'évaluateur. Il s'agit d'examiner la validité des contrats, de vérifier les documents de garantie et de service après vente, de scinder la réglementation des produits en rapport avec la sécurité du consommateur et le respect de l'environnement, et de vérifier la conformité des marques avec la réglementation en vigueur (confusion, litiges etc).

La politique sociale d'une entreprise est primordiale à sa survie. Elle doit être appréciée dans le cadre du respect des réglementations du code de travail et de la sécurité sociale. Le sondage de quelques contrats aidera l'évaluateur à interpréter leurs conséquences juridiques et fiscales et leurs risques potentiels.

L'examen de la clause de rémunération du savoir faire d'un salarié, sa durée et sa cessation sont autant d'éléments importants à la pérennité de l'entreprise. La contrainte financière des rémunérations est censée être prise en compte par l'analyste.

Le prospectus d'admission mentionne un investissement de maintenance de 1MD, et un investissement de développement de nouveaux produits, pour un montant de 4 MD, sur une période de Cinq années.

L'évaluateur a sommairement présenté le plan de développement. Ce dernier doit être décrit d'une manière substantielle, en soulignant les points forts et les points faibles. Ce plan, est la formulation quantitative et qualitative des stratégies de l'entreprise. Il doit éclairer les choix, les objectifs et les moyens mis en œuvre pour l'allocation efficace des ressources. Ce plan doit respecter une marge de manœuvre pour une flexibilité environnementale. Ce plan doit être justifié par l'étude de la taille et de la croissance du marché, l'effet des cycles économiques sur la consommation des produits de la SPCD et les caractéristiques de l'industrie au niveau de l'évolution technologique et les changements récents envisagés. L'entrepreneur à travers le prospectus d'émission est censé démontrer, que la meilleure solution pour parvenir au succès est celle faisant l'objet du plan de

développement. Il doit éclairer les objectifs commerciaux, financiers et qualitatifs.

Les objectifs du marché doivent montrer les parts de marchés escomptés pour surmonter la concurrence, être bénéficiaire ou / et se maintenir, en traçant les perspectives souhaitées. Les objectifs financiers ce sont limités à la quantification de la rentabilité d'exploitation. Ils se révèlent pertinentes à travers l'examen du prospectus d'émission.

Les autres objectifs qualitatifs de motivation des salariés, de fidélité des clients, d'amélioration de la notoriété et l'image de la société ont été négligés. La clientèle actuelle et potentielle est censée être décrite de façon précise, afin de cerner la stratégie commerciale, la segmentation du marché et la cible choisie, pour une meilleure offre des produits et une couverture géographique large. La crédibilité de la stratégie est corrélée aux potentialités du marché et la viabilité de l'entreprise au milieu de ses concurrents.

Le plan de développement doit faire apparaître la qualité des choix, en mettant en exergue les ressources financiers (besoin de financement, montage financiers etc.), les ressources humaines (qualifications, équipe, organisation, savoir faire, gestion etc.), le plan marketing (4 P, timing pour atteindre les objectifs, prévisions budgétaires etc.), la politique industrielle (matériels, sous traitance, investissements, etc.) et le plan de recherche ou d'assistance étrangère au niveau du développement de nouveaux produits.

Ces informations susceptibles d'apparaître au niveau du plan de développement permettent d'apprécier les risques et révèlent la crédibilité du plan d'investissement dans une perspective pluriannuelle.

5. Evaluation de l'action

« 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 » (page 111 article de l'auteur ESJ en 2023)

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

Tableau 2. Résumé des méthodes d'évaluation d'une entreprise

Méthode	Actif net corrigé	Valeur par le Good Will	La valeur substantielle Brute VSB	Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation CPNE	Discounted cash flow DCF	Discounted Dividend 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 = l'actif total réévalué – Dettes (mises à jour)	V = AN + GW Avec V : valeur de l'entreprise AN : Actif net corrigé. GW : Good will	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	$P_0 = D_1/(1+k) + D_2/(1+k)^2 + \dots + D_t/(1+k)^t + D_{t+1}/(1+k)^t$ (k-g) Avec k le taux d'actualisation et D_t le dividende à l'année t

Au niveau de l'évaluation par les actifs. Nous nous limitons au réajustement faites par l'évaluateur. Au niveau de l'évaluation par les flux. Nous retiendrons le taux d'actualisation (13,56%) et les prévisions avancés au niveau du prospectus.

5.1. L'actif Net :

L'actif Net représente les capitaux propres de l'entreprise. Ces derniers incorporent les diverses catégories de capital, les compléments d'apport, les réserves et équivalents⁴, Les résultats reportés et les résultats positifs ou négatifs, déduction faite des non valeurs.

L'examen du bilan au 31/10/95 révèle un Actif Net = Capitaux propres et réserves + Provisions + bénéfice Net⁵ - Frais d'établissement
 $= 5.053.636 + 5.704 + (2.677.831 \times 0,65) - 255.838$
 $= 6.544.092,150$
 $\cong 6,5 \text{ MD.}$

Actif Net E 6,55 MD

⁴ cas de provisions qui se transforment en capitaux propres.

⁵ Le bénéfice n'est pas encore affecté.

Le prospectus d'émission fait apparaître un Actif Net = 7,91 MD. Ce qui n'est pas le cas. A notre avis, il s'agit d'un actif Net corrigé qui fait apparaître une plus value de réévaluation = 1,36 MD. Dans le cas contraire, le calcul de l'actif net n'est pas justifié.

Indépendamment de ce qui précède. Nous considérons l'actif Net corrigé ⁶ = 7,91 MD. Ceci se justifie encore par le fait que l'évaluateur a rajouté ce montant au good will calculé.

5. 2. L'évaluation par l'approche du good will

L'approche du good will suppose la rémunération de la valeur substantielle brute ou des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation. La V.S.B. 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 de la valeur d'achat du fonds de commerce. Les frais d'établissements sont inclus dans le V.S.B. contrairement au principe visant le calcul de l'Actif Net.

L'évaluateur a rémunéré l'Actif Net. Il s'agit d'une valeur qui se rapproche de la valeur substantielle Nette, c'est à dire déduction faite de l'endettement à court et à long terme.

La valeur substantielle a pour but de mesurer les emplois nécessaires au bon fonctionnement de l'entreprise. On ne cherche pas à évaluer les droits de propriété s'exerçant sur ces emplois. Par conséquent, la valeur substantielle doit être retenue pour sa valeur brute. Plus cette valeur est élevée, plus sa rémunération est forte et plus le good will est faible.

En partant des mêmes hypothèses avancées dans le prospectus d'admission : soient un taux de rémunération de la V.S.B. = 11% et un taux d'actualisation = 13,56%. Le calcul du good will révèle le suivant ⁷ :

Tableau 3. Détermination du Good Will par la VSB

	Année1	Année2	Année3	Année4	Année5
Résultats Nets prévisionnels	3115	3646	4754	5304	6150
Rémunération de la V.S.B.	2156	2156	2156	2156	2156
Rente du good will ou super bénéfice	959	1490	2598	3148	3994

En milliers de D.T

Le good will est égal à la somme actualisée des super bénéfices sur la même période de cinq ans.

⁶ Le montant apparaissant au prospectus d'émission

⁷ VSB au 31/10/95 = 19,6 MD

Good will = 12,189 MD

Valeur de l'entreprise = 7,91 MD + 12,189 MD = 20,099 MD

Valeur de l'entreprise = 20,099 MD

Cette valeur est totalement différente de celle avancée au prospectus : 43,15 MD

5.3. L'évaluation par l'actualisation des cash flow :

Un élément fondamental de la valeur d'une entreprise est qu'elle est énoncée en terme de flux monétaire. Le concept est la différence entre l'argent reçu et l'argent déboursé. Ou encore en terme de consommation, c'est la consommation générée par l'Actif, moins la consommation retardée par l'achat de l'actif. 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.

En se référant au prospectus d'émission. La valeur de l'entreprise par actualisation des cash flow avec un taux d'accroissement à l'infini des flux de trésorerie de 5% ($g = 5\%$) est comme suit :

Tableau 4. Détermination de la valeur de l'entreprise par le DCF

	Année1	Année2	Année3	Année4	Année5
E.B.I.T	3300	4112	4798	5870	6886
Cash Flow	3403	- 683	2898	6880	4692
Valeur résiduelle					54813

En milliers de Dinars (mD)

Cash flow actualisés = 40.091,347mD

D.L.T. = 895,680 mD

Valeur de l'entreprise = 39.195,667 mD

Valeur de l'entreprise = 39,2MD

La valeur avancée dans le prospectus = 51,56 MD

5.4. L'évaluation par l'actualisation des dividendes :

Les entrées d'argent générés par l'entreprise au profit des actionnaires, sont principalement les dividendes versés et le prix de vente de l'action.

En application du modèle pour les hypothèses avancées par le prospectus. La valeur de l'entreprise est comme suit :

Tableau 5. Détermination de la valeur de l'entreprise par le DD

	Année1	Année2	Année3	Année4	Année5
Bénéfice par action	3,600	4,558	5,943	6,630	7,688
Taux de distribution	30%	30%	30%	30%	30%
Dividende par action	1,080	1,367	1,783	1,989	2,306
Actualisation des dividendes	0,951	1,060	1,218	1,196	16,199

En D.T

Valeur de l'action = 20,624 D.T
Valeur de l'entreprise = 16,5 MD

5.5 L'approche comparative :

Cette approche suppose la comparaison avec des entreprises similaires, œuvrant dans le même secteur et ayant une conjoncture boursière très proche (Bull ou Bear Market).

La comparaison avancée dans le prospectus n'a aucune signification et ne peut servir de référence.

Tableau 6. Comparaison des résultats de l'évaluation en MD

Méthode d'évaluation	Résultats du prospectus	Nos résultats
L'actif net	7,91 MD	6,55 MD
L'approche du Goodwill	43,15 MD	20,099 MD
DCF	51,56 MD	39,2 MD
DD	-	16,5 MD

Tableau 7. Comparaison de la valeur de l'action en dinar tunisien

Méthode d'évaluation	Résultats du prospectus	Nos résultats
L'actif net	9,887 dinars	8,187 dinars
L'approche du Goodwill	53,937 dinars	25,123 dinars
DCF	64,450 dinars	49,000 dinars
DD	-	20,625 dinars

Pour les 800.000 actions composant le capital de la société, l'évaluateur a pris la moyenne de l'évaluation par l'approche du Goodwill et

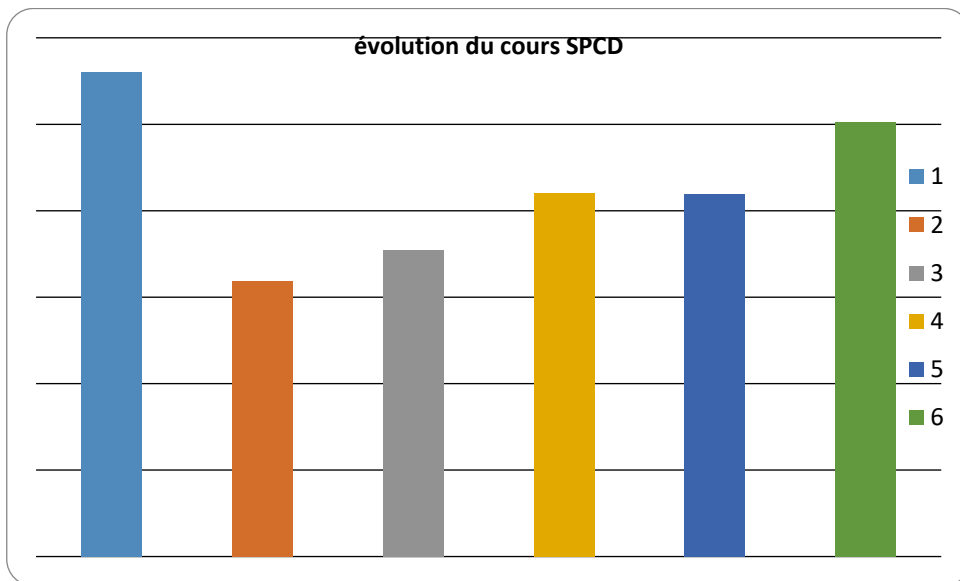
celle du modèle d'actualisation des cash flow pour estimer l'action à 59,193 dinars. Une décote de l'ordre de 5,7% a été appliquée pour la fixation du cours d'introduction à 56,000 dinars, le 15 mars 1996.

Partant des mêmes scénarios d'évaluation que le prospectus, la valeur de l'action est estimée à 37,06 dinars et le cours d'introduction ne doit pas dépasser 35,061 dinars.

L'écart du cours d'introduction est de 20,390 dinars, correspondant à une surestimation de l'action de 58,15%.

En prenant en considération le modèle d'actualisation des dividendes le cours d'introduction doit se fixer à 29,878 dinars, correspondant à une surestimation de l'action de 87,43%..

La surévaluation du cours d'introduction s'est concrétisée par une évolution défavorable du cours qui a atteint respectivement au 31 décembre des années 1996 :31,900 dinars, 1997 : 35,500 dinars, 1998 : 42,000 dinars, 1999 : 41,580 dinars, 2000 : 50,300 dinars pour terminer sa cotation par une offre publique de retrait (OPR) le 24/05/2001 au cours de 50,300 dinars , enregistrant un rendement annuel moyen négatif de -2,12%.



La société a été introduite sans aucune sous évaluation initiale (SEI) et l'intermédiaire cherchait à maximiser ses honoraires. Ce qui est contraire à la théorie financière.

Il est constaté une diminution significative des performances boursières du cours sur une période de 4 années, couronnée par un retrait de la cotation (OPR du 24 mai 2001).

Contrairement à Ritter (1984), l'opération d'introduction en bourse de la SPCD n'a pas été accompagnée de plusieurs autres introductions. Il s'agit des premières introductions sur le parquet de la bourse des valeurs mobilières de Tunis, adressées à un public novice des rouages financiers et des éventuelles surévaluation.

Nous laissons le soin à d'autres chercheurs pour des études futures mettant l'accent sur l'impact de telles surévaluations sur le marché financier tunisien

Conclusion

L'introduction en bourse d'une société doit prendre en considération l'intérêt de tous les intervenants, surtout les petits porteurs.

Dans le cas analysé, seul l'objectif de maximisation des recettes du vendeur qui a prédominé.

L'introduction de la société à 56,000 D.T a fait gagner au vendeur 4,8 Millions de dinars nets d'impôts (en Tunisie, la plus value de cession lors d'une introduction en bourse n'est pas imposable pour les personnes physiques) et a lésé les petits porteurs.

L'intermédiaire en bourse doit avoir pour objectif principal de mener à bien un projet. Il doit intégrer en amont une dimension de conseil stratégique. Il ne s'identifie pas à un expert qui trouverait sa finalité dans la rédaction d'un prospectus, ne respectant pas les intérêts antagonistes, négligeant les ignorants des valeurs mobilières et de la bourse.

La détermination d'une valeur convenable et réaliste exerce une influence prépondérante sur l'équilibre d'une opération.

Une telle introduction en bourse s'est terminée par une offre publique de retrait (OPR) et la maximisation du produit de cession, au dépend des ignorants de la bourse.

References:

1. Aggarwal R. (2003). "Allocation of Initial Public Offerings and Flipping Activity", *Journal of Financial Economics*, vol. 61, n° 1.
2. Aggarwal R., Krigman L., Womack K. (2002). "Strategic IPO Underpricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling", *Journal of Financial Economics*, vol. 66, n° 1, 2 p. 105-137.
3. Aggarwal R., Prabhala N., Puri M. (2002). "Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence", *Journal of Finance*, vol. 57, n° 3, p. 1421-1442.
4. Ball, E., Chiu, HH., Smith, R., (2011), Can FCRs time the market? An analysis of exit choice for venture-backed firms, *Review of Financial Studies*.

5. Belkasseh 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.
6. Benveniste L., Erdal S., Wilhelm W. (1998). "Who Benefits From Secondary Market Price Stabilization of IPOs?", *Journal of Banking and Finance* , vol. 22, p. 741-767.
7. Benveniste L., Spindt P. (1989). "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues", *Journal of Financial Economics* , vol. 24, p. 343-361. |
8. Benveniste L., Ljungqvist A., Wilhelm W., X. Yu (2003). "Evidence of Information Spillovers in the Production of Investment Banking Services", *Journal of Finance* , vol. 58, n° 2, p. 577-608.
9. Biais B., Faugeron-Crouzet A. -M. (2002) "IPO auctions: English, Dutch French and Internet", *Journal of Financial Intermediation* , vol. 11, p. 9-36.
10. Brau J., Fawcett S. (2005). "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice", *Journal of Finance*.
11. Brau J., Francis B., Kohers N (2003)., "The Choice of IPO Versus Takeover: Empirical Evidence", *Journal of Business*, vol. 76, n° 4, p. 583-612.
12. Carter R., Dark F., Singh A. (1998). "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks", *Journal of Finance* , vol. 53, p. 285-311.
13. Chemmanur T. (1993). "The Pricing of Initial Public Offerings: a Dynamic Model with Information Production", *Journal of Finance* , vol. 48, p. 285-304.
14. Chemmanur T., Liu H. (2001). "How Should a Firm Go Public? A Dynamic Model of the Choice Between Fixed-Price Offerings and Auctions in IPOs and Privatizations", Working paper, Boston College.
15. Chemmanur T., Yan A. (2004). "Product Market Advertising and Initial Public Offerings: Theory and Empirical Evidence", Working paper, Boston College.
16. Cliff M., Denis D. (2004). "Do IPO Firms Purchase Analyst Coverage With Underpricing?", *Journal of Finance* , vol. 59, n° 6, p. 2871-2901
17. Cliff M., Denis D. (2004). "Do IPO Firms Purchase Analyst Coverage With Underpricing?", *Journal of Finance* , vol. 59, n° 6, p. 2871-2901.
18. Cohen, Jerome B ; ZINBARG, Edward D. Zeikel A. (1987) : *Investment Analysis and portfolio Management*, Richard D. Irwin 1987, Fifth edition.

19. Copeland / Weston (1988) : Financial Theory and Corporate Policy-third edition.
20. Corwin S., Schultz P., “The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information
21. CUAY, R ; Lavalee M. (1992) : Evaluation de la performance d’un portefeuille d’actions. Document pédagogique de l’école des H.E.C pour l’Institut Canadien des Valeurs mobilières.
22. “Production, and Underwriter Competition”, Journal of Finance , vol. 60, 2005, p. 443-486.
23. Corwin S., Harris J. (2001). “The Initial Listing Decisions of Firms that Go Public”, Financial Management, vol. 30, n° 1, p. 35-55.
24. Das S., Guo R.-J., Zhang H. (2002) “Initiation of Analyst Coverage and Long-Term Performance of Initial Public Offerings”, Working paper, University of Illinois at Chicago.
25. Degeorge F., Derrien F. (2001). “IPO Performance and Earnings Expectations: Some French Evidence”, Séminaire « Introductions en Bourse», Paris.
26. Demers E., Lewellen K. (2003). “The Marketing Role of IPOs: Evidence from Internet Stocks”, Journal of Financial Economics , vol. 68, n° 3, p. 413-437.
27. Derrien F. (2005) “IPO Pricing in ‘Hot’ Market Conditions: Who Leaves Money on the Table?, Journal of Finance , vol. 60, n° 1, p. 487-521
28. Derrien F., Womack K. (2003). “Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets”, Review of Financial Studies, vol. 16, n° 1, p. 31-61.
29. Ellis K., Michaely R., O’Hara M. (2000). “When the Underwriter is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket”, Journal of Finance , vol. 55, n° 3, p. 1039-1074.
30. Fadoua, A. & Said, R. (2017). Sources De Financement Des Petites Et Moyennes Entreprises (PME) Et Contraintes De Survi. European Scientific Journal September 2017, edition Vol.13, No.25
31. Faugeron-Crouzet A. -M., « Les procédures d’introduction en Bourse en France », Banque et Marchés, n° 55, 2001, p. 43-51.
32. Foucault T., Parlour C., “Competition For Listings”, Rand Journal of Economics, vol. 35, n° 2 2004, p. 329-355.
33. Habib M., Ljungqvist A. (2001) “Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence”, Review of Financial Studies, vol. 14, p. 433-458.
34. Helwege J., Liang N. (2004) “Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 39, n° 3, p. 541-569.

35. Jegadeesh N., Weinstein M., Welch I. (1993) “An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings”, *Journal of Financial Economics*, vol. 34, p. 153-175.
36. Jenkinson T., Ljungqvist A. (2001). *Going Public*, 2e edition, Oxford University Press.
37. Kim M., Ritter J. (1999). “Valuing IPOs”, *Journal of Financial Economics*, vol. 53, p. 409-437.
38. Kol B, Robert W (1989) : *Investments*, second edition, scott, Foresman & Company.
39. Ljungqvist A., Jenkinson T., Wilhelm W. (2003). “Global Integration in Primary Equity Markets: The Role of U.S. Banks and U.S. Investors”, *Review of Financial Studies*, vol. 16, p. 63-99.
40. Lowry M., Schwert W. (2002) “IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?”, *Journal of Finance*, vol. 57, n° 3, p. 1171-1200.
41. Lowry M. (2003) “Why does IPO Volume Fluctuate so Much?”, *Journal of Financial Economics*, vol. 67, n° 1, p. 3-40.
42. Malkiel, Burton G. (1996) : *A Random Walk down Wall Street* Sixth edition. N.Y : N. W Norton and Company.
43. Maksimovic V., Pichler P. (2001) “Technological Innovation and Initial Public Offerings”, *Review of Financial Studies*, vol. 14, n° 2, p. 459-494.
44. Marcel Coté et Collaborateurs (1991) : *La gestion stratégique d’entreprise – Concepts et Cas*. Gaëten Morin ed. Canada.
45. Michaely R., Shaw W. (1995) “Does the Choice of Auditor Convey Quality in an Initial Public Offering?”, *Financial Management*, vol. 14, n° 4, p. 15-30.
46. Michaely R., Womack K. (1999) “Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations”, *Review of Financial Studies*, vol. 12, n° 4, p. 653-686.
47. Ouattara, D. et 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
48. Pagano M., Roëll A., Zechner J. (2002). “The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?”, *Journal of Finance*, vol. 57, n° 6, p. 2651-2694.
49. Pagano M., Panetta F., Zingales L. (1988) “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, *Journal of Finance*, vol. 53, n° 1, p. 27-64.

50. Patrick Sentis (2005) : Introduction en Bourse. Quelles stratégies pour l'entreprise candidate. *Revue française de gestion* n°158), 225-244
51. Reese W. (2003). "IPO Underpricing, Trading Volume, and Investor Interest", Working paper, Tulane University, 196.235.137.31)
52. Radcliffe, Robert C (1990) : *Investment : Concepts, Analysis and strategy*, Second edition, Scott Fores man and Company.
53. Ritter J. (2003) "Differences between European and American IPO Markets", *European Financial Management*, vol. 9, n° 4, p. 421-434.
54. Ritter J., Welch I. (2002). "A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations", *Journal of finance*, vol. 57, p. 1795-1828.
55. Rock K., (1986) "Why New Issues are Underpriced", *Journal of Financial Economics* , vol. 15, p. 187-212.
56. Schrand C., Verrecchia R. (2002). "Disclosure Choice and Cost of Capital: Evidence from Underpricing in Initial Public Offerings", Working paper, Pennsylvania University.
57. Schultz P., Zaman M. (2001) "Do the Individuals Closest to Internet Firms Believe They are Overvalued?", *Journal of Financial Economics* , vol. 59, p. 347-381.
58. Schultz P. (1993). "Unit Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics* , vol. 34, p. 199-229.
59. Stoughton N., Wong K., Zechner J. (2001). "IPOs and Product Quality", *Journal of Business*, vol. 74.
60. Tejeddine Ben Ouali (2023). La Propriété de l'Entreprise Affecte-t-elle l'Évaluation de Son Cours d'Introduction en Bourse ? Le Cas de Deux Entreprises Tunisiennes. *European Scientific Journal*, ESJ, 19 (10), 96
61. Vizzavona P. (1992) : *Memento de gestion Financière 92- 93- ATOL Editions.*
62. Zingales L. (1995). "Insider Ownership and the Decision to Go Public", *Review of Economic Studies*, vol. 62, p. 425-448.