

# Investisseurs actifs : comment comprendre, choisir et parier avec plaisir sur les introductions en bourse ?

UN INVESTISSEUR ACTIF A AUTANT DE CHANCES, SINON DAVANTAGE, QU'UN INVESTISSEUR INSTITUTIONNEL DE RETIRER UN PROFIT RÉGULIER DES INTRODUCTIONS EN BOURSE AUXQUELLES IL PARTICIPE. INVESTIR EN DIRECT, DÉTENIR DES TITRES VIFS, EST GRATIFIANT À CONDITION DE SUIVRE CERTAINES RÈGLES QUE NOTRE EXPÉRIENCE D'ACCOMPAGNEMENT DES CHEFS D'ENTREPRISES NOUS PERMET DE DÉGAGER APRÈS UNE EXPÉRIENCE DE DOUZE ANNÉES.

Louis-Victor D'Herbés,  
PDG de **IBI**  
(Industrie Bourse International)

Un investisseur institutionnel dispose d'une masse de capitaux à placer le plus souvent sur une classe d'actifs précisément délimitée dans les règles de fonctionnement de son fonds d'investissement. Si cette classe d'actifs se trouve prise dans une tourmente de marché, comme ce que nous observons actuellement sur les Valeurs Moyennes, cet investisseur peut se trouver en situation d'accentuer le mouvement de baisse, en vendant trop vite, pour retrouver les liquidités qu'il doit restituer à ceux qui lui ont confié des fonds.

Un investisseur actif travaille avec ses propres capitaux, dont le montant est le plus souvent bien inférieur à ceux confiés à un investisseur institutionnel : quelques dizaines ou centaines de milliers d'euros ou même plusieurs millions, voire dizaines de millions d'euros. Il peut acheter, vendre, constituer ou liquider une position beaucoup plus facilement, rapidement, voire discrètement, qu'un investisseur institutionnel, car les sommes engagées sont plus faibles donc plus liquides sur les plus petites valeurs qui nous intéressent ici.

Les chiffres qui suivent sont extraits pour l'essentiel de notre base de données et d'une étude que nous avons réalisée en 2007 sur la performance boursière de 468 sociétés entrées sur les compartiments B et C d'Eurolist et du Marché Libre entre le 1er janvier 1996 et le 2 mai 2006. Les données sur Alternext sont plus récentes, puisque ce marché a été créé en mai 2005 pour faciliter l'accès des PME à la Bourse ;

ce marché, sur lequel ont été levés plus de 300 millions € en 2007, a une importance trop cruciale pour ne pas être inclus dans le sujet.

## Etre sélectif

### Sélectif sur l'entreprise

"Sélectivité" ne signifie pas "spécialisation". La spécialisation par secteur nous semble une erreur majeure. Les meilleures performances à long terme se constatent chez les stratégies d'investissements généralistes, sans exclusion de secteurs d'activité. Etre spécialisé sur un secteur fait courir le risque de sur-acheter en étant moins vigilant « sur la chose et sur le prix ».

La sélectivité impose un choix limité de valeurs. Disperser ses liquidités en positions trop nombreuses présente des risques de mutualiser des choix moyens car insuffisamment argumentés. Mieux vaut vérifier chaque décision d'investissement en fonction de critères définis à l'avance, d'autant que le nombre d'introductions sur EUROLIST, ALTERNEXT et le MARCHE LIBRE permet un choix réel aux passionnés des introductions.

### Sélectif sur le cycle

Les introductions en Bourse revêtent un caractère cyclique et sont corrélées à l'évolution des indices boursiers : Les introductions en bas de cycle sont parfois plus abordables que celles, souvent très chères, car encouragées par plusieurs années de hausse, en haut de cycle. Connaître les hauts et bas de cycle n'est pas facile, mais est à la portée d'un investisseur actif qui suit les indices boursiers. Se poser la question est la première étape d'une réflexion qui peut contribuer à une part, même faible, de la décision. Il y a plus de concurrence pour acquérir des actions en haut de cycle.

Il n'existe pas, selon nous, de mauvaise période pour entrer en Bourse pendant l'année, à l'exception des trois premières semaines du mois d'août.

### Sélectivité sur les conseils de l'entreprise

Qui est le Broker en charge du Placement de l'opération ? Quelle est sa réputation ? La société a-t-elle choisi un Conseil pour entrer sur EUROLIST ou au MARCHE LIBRE ? Qui est son Listing Sponsor si elle a choisi une cotation sur ALTERNEXT ? Quelles sont les références de ces opérateurs sur le long terme ? Le Conseil, le Listing Sponsor ou le Broker ne font pas toute la réussite de l'introduction à eux seuls, mais il est important de les connaître, et de voir la trajectoire de leurs références dans la durée. Consulter leurs sites Internet est à la fois facile et utile.

Nombre d'introductions en Bourse par marché depuis 1996  
(y compris sociétés radiées ou transférées sur un autre marché depuis l'introduction)

Source : IBI

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Eurolist</b>	50	64	118	64	69	27	8	6	12	13	23	12
<b>Alternext</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	20	57	46
<b>Marché Libre</b>	6	19	109	46	51	35	23	14	18	18	23	42
<b>Total</b>	<b>56</b>	<b>83</b>	<b>227</b>	<b>110</b>	<b>120</b>	<b>62</b>	<b>31</b>	<b>20</b>	<b>30</b>	<b>51</b>	<b>103</b>	<b>100</b>

## Vérifier les engagements de communication financière

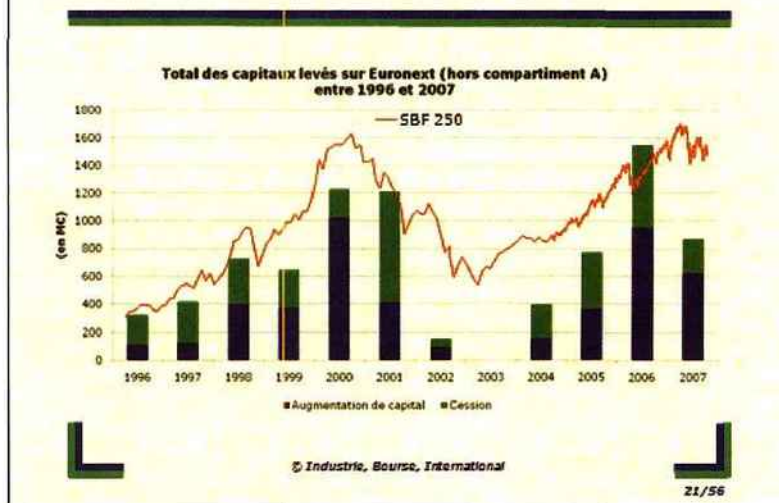
Selon que l'introduction a lieu sur EUROLIST, ALTERNEXT ou le MARCHÉ LIBRE, les engagements de communication pris par la société qui entre en Bourse ne sont pas les mêmes.

La réglementation impose des obligations d'information périodiques supérieures aux sociétés qui entrent sur EUROLIST (publication et diffusion notamment des comptes annuels et semestriels audités ainsi que du chiffre d'affaires trimestriel), même si les plus petites valeurs cotées sur ce marché vont prochainement bénéficier d'un régime assoupli. ALTERNEXT demande une simple mise en ligne sur les sites de la société et d'ALTERNEXT des comptes annuels audités ainsi que des comptes semestriels non audités. L'information périodique au Marché Libre est limitée à celle requise par le droit des sociétés. En d'autres termes, rien n'oblige une société cotée au Marché Libre à publier, diffuser, ou simplement mettre en ligne ses comptes. Pourtant, nombre de sociétés cotées au Marché Libre communiquent régulièrement des chiffres sur leur activité (notamment ACADOMIA, OPTIMUS ou L'INVENTORISTE avant son transfert sur ALTERNEXT). Rien n'empêche une société de faire un effort de communication supérieur au minimum requis. Une société récemment introduite en Bourse qui communique, aussi régulièrement que possible, respecte les investisseurs et émet un signal de confiance sur son développement. Ceci ne signifie pas pour autant que cette entreprise doit s'adjoindre d'onéreux services de communication. On peut être coté en communi-



Louis-Victor D'Herbès

## 2 Les capitaux levés en Bourse depuis 1996



quant simplement, sobrement, régulièrement une information (l'information étant le carburant du cours de Bourse) "exacte, précise, sincère".

Le choix du marché n'est pas un critère de sélectivité pour l'investisseur actif amateur de sensations fortes sur des affaires de qualité. L'expression "Pépites du Marché Libre" a été régulièrement utilisée à juste titre par plusieurs journaux boursiers spécialisés, et nombre de performances décevantes ont été enregistrées sur des marchés dont les règles de fonctionnement sont plus strictes. Mais l'investisseur actif doit être conscient du niveau d'information qu'il est en droit d'attendre de l'entreprise qui entre en Bourse en fonction du marché qu'elle a choisi.

Lorsque la société fait appel public à l'épargne, le Prospectus, et parfois l'analyse financière du Broker en charge de l'introduction, est disponible sur le site de l'entreprise, ou sur des sites boursiers. Si seul le Prospectus est disponible, il convient de lire attentivement et compléter l'étude en se documentant. Internet offre de réelles ressources pour cela.

### Chercher en quoi les besoins fondamentaux auxquels répond l'entreprise sont indémontables et compréhensibles

Les activités liées à l'immobilier témoignent du besoin de se loger et d'épargner, la menuiserie correspond à l'aménagement de la maison et au bricolage, la santé humaine ou vétérinaire couvre aussi un marché en plein essor. Sur dix ans, les

meilleures performances des sociétés entrées en Bourse de 1996 à 2006 sont constatées sur les secteurs de la Santé (26 sociétés), des services financiers - immobi-

lier compris - (25 sociétés), et de l'agro-alimentaire / boissons (25 sociétés).

Les moins bonnes performances ont été enregistrées sur les secteurs automobiles et équipementiers (9 sociétés), technologiques (145 sociétés de logiciels, services, matériels destinés aux technologies de l'information) et les médias (33 sociétés).

Les gérants de fonds les plus célèbres (Peter Lynch, Warren Buffet et bien d'autres) préconisent à juste titre de n'investir que dans des métiers que l'on comprend. Il revient à l'entreprise qui entre en Bourse d'être claire sur son modèle économique : "Ce qui se conçoit bien s'énonce clairement".

### Prendre une première position à l'introduction et compléter par la suite

Les activités cotées sur EUROLIST en 2007 sont assez homogènes avec celles de 2006, la connotation en loisirs divers étant plus marquée. Le cru 2007 est plus récent, les sociétés n'ont pas eu encore le temps de présenter leurs résultats, l'information disponible est la même que celle diffusée à l'introduction : il n'y a théoriquement aucune raison pour que les cours baissent. Mais, en tant que valeurs moyennes, elles sont plus volatiles, vulnérables aux corrections de marché, d'autant plus depuis la baisse des indices depuis le mois de juillet 2007. Ce qui valait 100 le 4 juin 2007 vaut 74 fin janvier 2008 ! C'est maintenant le moment pour l'investisseur actif d'examiner la possibilité d'acquiescer des titres supplémentaires pour baisser le prix de revient d'une action qu'il a plaisir à détenir en portefeuille. Obtenir des titres à l'introduction, même en faibles quantités, permet de bénéficier d'une option sur la hausse éventuelle du cours. Garder des réserves pour saisir la possibilité d'une baisse peut être aussi une tactique efficace, comme le montre le tableau EUROLIST B&C 2007. La baisse des indices en 2007 est aussi reflétée dans le tableau EUROLIST B & C 2006 au point 3 précédent, mais la hausse en 2006 et au 1er semestre

Nom	Activité	Augmentation de capital	Cession	Capitalisation boursière à l'introduction	PER à l'introd.	Performance au 2 janvier 2008
FONCIERE 6 ET 7	Immobilier (foncière)	29 M€	21 M€	229 M€	27,5s	+ 88%
DREAMNEX	Articles érotiques	15 M€	6 M€	83 M€	25,3	+ 17%
OUTREMER TELECOM	Télécommunications	30 M€	88 M€	390 M€	ns	- %
OL GROUP	Media / Sports	94 M€	-	318 M€	18,9	- 8%
ARGAN	Immobilier (foncière)	30 M€	27 M€	138 M€	5,2	- 14%
ADENCLASSIFIELDS	Internet	50 M€	3 M€	223 M€	ns	- 15%
AFFIPARIS	Immobilier (foncière)	11 M€	-	54 M€	Nc	- 18%
HILLO INDUSTRIES	Environnement	-	-	147 M€	29,9	- 19%
METABOLIC EXPLORER	Chimie	52 M€	-	162 M€	91,4	- 21%
VIVALIS	Santé	29 M€	7 M€	151 M€	ns	- 21%

### Palmarès des introductions réalisées sur Eurolist B & C en 2007, selon la performance enregistrée

2007 a créé un tirant d'eau suffisant pour surmonter la baisse constatée au 2ème semestre 2007.

#### Maturité de l'entreprise : misez sur les petites entreprises, misez sur la croissance, misez sur les transferts d'un marché à l'autre

La maturité d'une entreprise revient à examiner les performances des sociétés cotées sur les différents marchés. Une société désireuse de coter ses actions, mais encore trop petite pour entrer sur ALTERNEXT, ira d'abord au MARCHE LIBRE ; une société trop petite pour entrer sur EUROLIST se cotera d'abord sur ALTERNEXT ; une société peut, dans l'absolu, choisir de coter ses actions dans un premier temps au MARCHE LIBRE, puis, au fur et à mesure de sa progression, transférer ses actions sur ALTERNEXT puis sur EUROLIST. Si aucune exigence de taille de capitalisation boursière n'est requise par les textes, dans les faits, il n'existe aucune taille minimale pour entrer au Marché Libre, alors qu'ALTERNEXT et EUROLIST requièrent respectivement une capitalisation boursière minimum de 15 millions € et 75 millions €.

Une société qui affiche une ambition de transfert d'un marché à l'autre dès que sa taille le permettra a déjà réfléchi à une trajectoire boursière et aux développements à mettre en œuvre pour cela. Par exemple TEAM PARTNERS, EUROMEDIS, CAPELLI, AIROX, L'INVENTORISTE, STRADIM, petites valeurs cotées au Marché Libre que nous avons conseillées, ont rendu leurs actionnaires heureux en préparant leur transfert sur ALTERNEXT ou EUROLIST qui s'est traduit par une forte progression du cours avant ou après le transfert lui-même.

Un transfert d'un marché à l'autre est l'une des manifestations d'une croissance réussie. C'est la croissance qu'il faut chercher, davantage que celle du chiffre d'affaires ou du résultat dans un premier temps. Une entreprise en forte croissance qui tient ses prévisions est le meilleur investissement qui soit : elle n'a pas de prix. Il est plus facile de doubler un chiffre d'affaires de 10 millions € qu'un chiffre d'affaires de 100 millions €. Preuve en est des dix plus fortes progressions enregistrées sur les sociétés

entrées sur ALTERNEXT en 2006 et en 2007 : les sociétés sont plus petites que celles cotées sur EURO-LIST, mais plus élevées sont les hausses du cours présentées au 2 janvier 2008 :

Parmi les dix plus fortes hausses de sociétés cotées au MARCHE LIBRE respectivement en 2006 et 2007 huit sont supérieures à 100% en 2006 et 7 en 2007, nombres supérieurs à ceux constatés, on l'a vu, sur ALTERNEXT (7 en 2006 et 1 en 2007), eux-mêmes supérieurs à ceux sur EUROLIST (3 en 2006 et aucune en 2007).

On pourra critiquer, parfois justement, la difficulté d'acquiescer ou vendre des actions de sociétés de plus petite taille cotées au Marché Libre, leur manque de communication, et même la signification d'un cours coté sur un marché trop étroit. Ces performances portent aussi sur un total de 257 sociétés cotées au Marché Libre, alors qu'ALTERNEXT ne compte que 117 sociétés pour 320 EUROLIST B & C. Mais les chiffres (quand ils sont disponibles au Marché Libre...) parlent, et valident la règle bien connue selon laquelle l'espérance de gain est corrélée au degré de risque.

#### Taille des entreprises et montants levés à l'introduction

##### Montants levés à l'introduction

Les sociétés qui réalisent une opération (augmentation de capital et/ou cession d'actions) supérieures à 10 millions € (142 sociétés) enregistrent de meilleures performances que celles qui réalisent une opération inférieure à 10 millions € (326 sociétés). Les meilleures performances boursières ont été enregistrées par un échantillon de 20 sociétés qui ont levé 10 à 12 millions €, les moins bonnes l'ont été par des entreprises ayant levé entre zéro (en raison de ce qu'elles ont réalisé une cotation directe sans appel public à l'épargne) et 2 millions €.

La performance des entreprises ayant réalisé une opération de plus de 30 millions € est proche de l'indice SBF. Ceci tend à montrer qu'une entreprise suffisamment établie et structurée en interne a plus de chances de réaliser une belle performance en Bourse dans la durée.

Cette affirmation ne contredit pas le point 5, puisque

seules les dix meilleures performances ont été présentées, ni le point 1 soulignant l'exigence fondamentale d'être sélectif et rigoureux dans ses critères d'investissement.

##### Taille et rentabilité d'entreprise

Plus la taille de chiffre d'affaires est élevée, plus élevée est la performance d'investissement. Au-delà de 100 millions € (27 entreprises) de chiffre d'affaires la performance s'améliore encore.

Les sociétés dont le chiffre d'affaires à l'introduction est inférieur à 10 millions € (196 sociétés) ont connu une performance comparable en 2006 à celle des sociétés dont le chiffre d'affaires est compris entre 30 et 100 millions €, ce qui n'était pas le cas en 2005 où les performances de ces très petites sociétés (184 sociétés < 10 millions € de ventes) étaient en queue de classement.

Dans les versions 2006, 2005 et 2004 de notre étude, plus la marge nette est élevée, jusqu'à un niveau de 20% de ratio Résultat net / CA, plus la performance d'investissement est élevée. Les sociétés aux marges nettes négatives (68 sociétés en pertes en 2004, 65 en 2005 et 69 en 2006) enregistrent les avant-dernières plus mauvaises performances en 2005 et en 2004.

Les sociétés aux marges nettes plus élevées (>20%) enregistrent les plus mauvaises performances deux années sur trois en 2004 et 2005 (13 sociétés) ; en 2006 (23 sociétés), elles ont des performances juste à l'équilibre sur la période de dix ans considérée.

#### PER à l'introduction : ne payez pas trop cher, mais sachez aussi acheter cher !

On a vu dans les tableaux présentés dans cet article, qui montrent les meilleures performances sur les différents marchés en 2007, que les PER du dernier exercice clos avant l'introduction sont souvent supérieurs à 20.

Les sociétés que nous comptons parmi nos références sur plus long terme EUROFINIS (entré en Bourse en 1997 à un prix de 18,2 millions € à comparer à 1,1 milliards € au 10 janvier 2008), ORPEA (2002 à 229 millions € ; 1,6 milliards € au 10.1.08), AIROX (1997 à 4,6 millions € ; cédé en Bourse en

Nom	Activité	Augmentation de capital	Cession	Capitalisation boursière à l'introduction	PER à l'introd.	Performance au 2 janvier 2008
THENERGO	Electricité	-	-	48 M€	97,7	+ 163%
OROLIA	Electronique	-	-	30 M€	23,2	+ 92%
DEMOS	Formation	10 M€	11 M€	85 M€	34,4	+ 53%
AIR ENERGY	Electricité	10 M€	4 M€	55 M€	50,1	+ 49%
ENTREPARTICULIERS.COM	Internet	5 M€	9 M€	51 M€	22,4	+ 45%
STREAMWIDE	Informatique (logiciels)	5 M€	-	46 M€	81,3	+ 39%
GOADV	Media	-	-	34 M€	65,2	+ 38%
MONCEAU FLEURS	Distribution spécialisée	-	-	55 M€	NS	+ 28%
INVENTORISTE	Service aux entreprises	-	-	37 M€	31,8	+ 26%
NOTREFAMILLE.COM	Internet	3 M€	4M€	17 M€	20,4	+ 26%

### Palmarès des introductions réalisées sur Alternext en 2007, selon la performance enregistrée

Note : une case vide en colonne augmentation de capital ou cession signifie que la société est entrée en Bourse par cotation directe, sans faire appel public à l'épargne, ayant réalisé l'opération dont elle avait besoin avant cette cotation auprès d'investisseurs « qualifiés ». (Cf. règlement général de l'AMF pour la définition). La cotation directe rend très difficilement les actions accessibles aux investisseurs actifs.

Nom	Activité	Augmentation de capital	Cession	Capitalisation boursière à l'introduction	PER à l'introd.	Performance au 2 janvier 2008
CANEO	Agroalimentaire	-	-	5 M€	Nc	+ 380%
FC ISTRES	Football	-	-	9 M€	Nc	+ 377%
MAISONS D'AUJOURD'HUI	Maisons individuelles	-	-	6 M€	Nc	+ 293%
FINAXO	Traitement des eaux	-	-	12 M€	Nc	+ 201%
MON PLUS BEAU JOUR	Organisation mariage	-	-	4 M€	35,7	+ 188%
STRATEGECO SOLAR	Electricité	-	-	7 M€	Nc	+ 126%
REFERENCEMENT.COM	Internet	-	-	15 M€	73,5	+ 80%
BATLA MINERALS	Prospection minière	-	-	80 M€	Nc	+ 58%
CARDS OFF	Gestion financière	-	-	35 M€	Nc	+ 58%

### Palmarès des introductions réalisées au Marché Libre en 2007, selon la performance enregistrée

Participer aux introductions en Bourse est une liberté économique fondamentale pour toute personne physique. Liberté de choisir des valeurs, ses critères d'investissements, ses sources d'information, ses convictions. Les investisseurs actifs doivent être encouragés, informés, rémunérés et respectés. Loisir ou métier, l'investissement en Bourse offre des sensations extraordinairement rares. Comme tout sport, il nécessite des règles et de l'entraînement pour pratiquer en sécurité. Mais les échappées des chemins trop balisés sont fréquentes. C'est ce qui fait de l'introduction en Bourse en particulier, et de l'investissement en général, un art. ■

2006 pour 85 millions €, ACADOMIA (2000 à 19,4 millions € ; 86,4 millions € au 10.1.2008), L'INVENTORISTE (2004 à 9,1 millions € ; 47,1 millions € au 10.1.2008), notamment, sont entrés en Bourse à des PER sur le résultat net de l'année précédant l'introduction proches ou très au-delà de 20

et connaissent des progressions boursières impressionnantes par la suite.

Le marché Boursier achète, dans l'ordre :

- la croissance, pour que le PER de l'année d'introduction baisse le plus vite possible : plus la croissance prévue est élevée, plus le PER de l'année d'entrée en Bourse est élevé,
- l'originalité du métier qui va innover, améliorer un cadre établi et/ou répondre à de nouveaux besoins : presque toutes les entreprises dégageant les plus forts retours sur investissements pour l'actionnaire exercent une activité qui n'existait pas il y a vingt ans,
- le profit, qui permet de calculer le PER,
- le prix de l'action divisé par le résultat net par action : le PER.

#### Nature de l'actionariat avant l'introduction

La présence d'investisseurs financiers minoritaires au capital peut constituer un premier entraînement avant l'entrée en Bourse pour une entreprise qui ne se sent pas encore prête aux suffrages de la Bourse.

Plus la détention de capital de la famille ou du

management est élevée, meilleure est la performance d'investissement.

Le summum est de compter parmi ses actionnaires familiaux, un financier bienveillant, avisé, attentif à la pérennité de l'entreprise et confiant dans ses perspectives de croissance. Mais l'information n'est pas facilement disponible, et n'est pas toujours indiquée dans le Prospectus...

#### Nature de l'opération : cession ou augmentation de capital ?

La période actuelle encourage les augmentations de capital, ce qui est logique et rassurant : la Bourse tient son rôle de financement de l'économie, surtout en période difficile.

Notre étude constate que les sociétés dont les actionnaires cèdent des titres à l'introduction ont des performances au moins aussi bonnes que celles qui ont réalisé une pure augmentation de capital.

La Bourse est un outil de liquidité et de cotation d'une action. C'est la cotation d'une action en Bourse qui, le plus souvent et efficacement, permet la fixation de son prix dans les meilleures conditions de liquidité possible. ■