

ASSET MANAGEMENT

L'analyse - Une énigme financière en passe d'être résolue ? La chute des cours à la fin des périodes de lock-up

Par **Antoine Renucci**, chaire de finance d'entreprise, Université Paris-Dauphine

Aucune réaction systématique du marché à la fin du lock-up ne devrait être constatée dans la mesure où cette date, précisée dans le prospectus d'introduction en Bourse, est connue de tous.

Les actionnaires présents au capital d'une entreprise avant que celle-ci ne soit introduite en Bourse sont généralement contraints de conserver une partie de leurs actions pendant une période longue de plusieurs mois après l'introduction, la période de lock-up. Cette contrainte découle de la nécessité de convaincre les investisseurs potentiels. Deux raisons à cela. D'une part, les actionnaires en place pourraient tenter de se débarrasser de leurs actifs à un prix supérieur à leur valeur réelle. Du fait du lock-up, le détenteur d'une information privée négative subit les conséquences financières de la baisse du cours si l'information devient publique dans l'intervalle. Ne pouvant bénéficier de la tromperie, il n'a donc pas intérêt à surestimer la valeur des actifs vendus. D'autre part, le fondateur, la société de capital-risque qui le finance, ou l'équipe dirigeante, qui céderaient leurs titres lors de l'introduction en Bourse seraient moins enclins à développer l'entreprise par la suite. La chute des cours à la fin de la période de lock-up, observée aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe, constitue une énigme financière. Certes, elle est limitée, de l'ordre de 1 % à 3 % selon les études, mais elle est en général statistiquement significative. Pourquoi s'agit-il d'une énigme ? Aucune réaction systématique du marché à la fin du lock-up ne devrait être constatée dans la mesure où cette date, précisée dans le prospectus d'introduction en Bourse, est connue de tous, de même que la quantité d'actions susceptibles d'être alors vendues. En somme, s'il existait une bonne raison pour que les cours baissent, cette baisse devrait être constatée immédiatement après l'introduction en Bourse et non à la fin de la période de lock-up, du moins si les marchés sont efficients.

Plusieurs pistes ont été suivies qui expliqueraient pourquoi les cours pourraient baisser (à défaut d'expliquer quand cette baisse a lieu) du fait de l'accroissement du volume de titres disponibles à l'échange à la fin du lock-up. Elles sont à classer en deux catégories. Tout d'abord, celles relatives au fait que les actionnaires détenteurs d'informations privilégiées sont alors autorisés à effectuer des transactions. Ceci augmenterait l'asymétrie d'information sur le marché, qui provoquerait

l'élargissement de la fourchette, donc un accroissement des coûts de transaction qui plomberait les cours. Ensuite, celles relatives à l'impact mécanique d'une augmentation de l'offre des titres. Elle pourrait entraîner une baisse temporaire des cours afin d'attirer les agents chargés d'assurer la liquidité du marché. Mais cette baisse pourrait être permanente si la courbe de demande de titres a structurellement une pente négative. Ces hypothèses n'ont pas véritablement été validées par les études empiriques. Par exemple, il apparaît que les marchés sont en mesure d'absorber des quanti-

Contrairement à une idée reçue, ce n'est pas la fin simultanée de la période de lock-up de quantité de titres qui est à l'origine de l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000.

tés supplémentaires importantes de titres sans réel impact sur les cours. Ainsi, contrairement à une idée reçue, ce n'est pas la fin simultanée de la période de lock-up de quantité de titres qui est à l'origine de l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000. A fortiori, quand les périodes de lock-up prennent fin de façon relativement échelonnée dans le temps, l'offre supplémentaire devrait être facilement absorbée par la demande.

Quand bien même ces hypothèses seraient finalement vérifiées, il n'est

pas raisonnable d'imaginer que les marchés financiers fassent systématiquement des erreurs d'anticipation quant aux volumes mis en vente à la fin du lock-up. Une piste alternative récemment poursuivie est que la réaction négative des cours serait due à une modification non anticipée de la liquidité des titres. Autrement dit, la majorité des titres verraient leur liquidité chuter, entraînant une baisse des cours nécessaire pour convaincre les investisseurs d'acheter. Reste cependant encore à expliquer pourquoi cette baisse de liquidité n'est pas anticipable...

Mais l'on peut être confiant. Un phénomène surprenant, lié au précédent, est maintenant expliqué : pourquoi cette baisse systématique connue résiste à l'action des arbitrageurs. Ces derniers devraient vendre à découvert les titres en question, ce qui déprimerait leur cours, avant la fin du lock-up, puis tirerait vers le haut les mêmes cours lorsqu'il est nécessaire de les acheter afin de les livrer lorsque le lock-up prend fin. Il s'avère en fait que des coûts de transaction plus élevés que les bénéfices potentiels d'un tel arbitrage conduisent les parties intéressées à en abandonner l'idée. ■