



DYNAMIQUE DE FINANCEMENT
DESENTREPRISES INTRODUITES EN
BOURSE SUR LA PERIODE 2010 - 2021

B. de Séverac, E. Boutron et C. Barrédy

UNIVERSITE PARIS NANTERRE



TABLE DES MATIÈRES

PARTIE 1 : CONTEXTE ET OBJECTIF DE L'ÉTUDE	3
PARTIE 2 : METHODOLOGIE MISE EN ŒUVRE	3
A. La structure de propriété avant et après l'introduction en Bourse	3
B. Évolution des moyens de financements mis en œuvre post IPO	3
1. Le financement par fonds propres post IPO : les augmentations de capital	3
2. Le financement par dette post IPO : l'évolution du ratio d'endettement	4
3. Le financement par le marché obligataire classique et par émissions d'obligations donnant accès au capital (OBSA, OCA, OCABSA, ...)	4
C. Étude des sociétés sorties de la cote sur la période 2010-2021	4
PARTIE 3 : RESULTATS DE L'ÉTUDE	5
A. Analyse de la structure de propriété pré-IPO et de son évolution post-IPO	5
1. Étude de la structure de capital avant et après IPO	6
1.1 Évolution de la structure de propriété des entreprises détenues avant IPO en majorité par leur(s) fondateur(s)	6
1.2 Évolution de la structure de propriété des entreprises comptant avant IPO des fonds d'investissement et/ou des investisseurs financiers parmi leurs actionnaires	9
1.3 Entrées et sorties des fonds d'investissement lors de l'IPO	10
1.4 Évolution de la structure de propriété des entreprises détenues avant IPO en majorité par des fonds d'investissement et/ou des investisseurs financiers	10
1.5 Évolution de la structure de propriété des entreprises comptant avant IPO un fonds public parmi leurs actionnaires	12
B. Financement des entreprises post IPO : augmentations de capital	13
1. Rappels : au moment de l'IPO	13
2. Les augmentations de capital postérieures à l'introduction	13
2.1 Les augmentations de capital par voie d'offre au public	14
2.2 Les augmentations de capital par placements privés ou offres réservées	15
2.3 Les augmentations de capital via les « Equity line »	16
C. Le financement par dette post IPO : l'évolution du ratio d'endettement	17
D. Financement des entreprises post IPO : financement par émission d'obligations	19
1. Les émissions obligataires simples	19
1.1 Le marché réglementé : les placements privés	20
1.2 Le marché non réglementé : les placements privés	20
2. Les émissions obligataires hybrides	20
3. Financement par PGE	21
E. Sorties de la cote	21

PARTIE 1 : CONTEXTE ET OBJECTIF DE L'ETUDE

Dans le cadre de ses activités, l'OFEM lance des travaux de recherche académiques sur la problématique du financement des entreprises par les marchés de capitaux. Le financement par les marchés inclut le financement par fonds propres via les introductions en Bourse et les augmentations de capital, le financement par dette sur le marché obligataire, les IBO, les Euro-PP et également le financement par les fonds d'investissement en fonds propres ou dettes. C'est dans ce cadre que l'OFEM a signé en juin 2022 un contrat de recherche avec la chaire FEID (Financer l'Entrepreneuriat Innovant de Demain), chaire qui a pour vocation, en autres, à réaliser des études sur les modes de financement des entreprises. L'objectif de la recherche intitulée « Le financement des entreprises par IPO » a pour objectif de comprendre les arbitrages qui ont conduit les entreprises qui se sont introduites ces dernières années (et plus précisément sur la période 2010-2021) à faire des augmentations de capital, des émissions obligataires, voire à sortir de la cote et/ou se financer par le biais des fonds d'investissement.

Ce travail de recherche a donc pour objectif principal de comprendre la dynamique de financement des entreprises qui se sont introduites en Bourse.

La première étape du projet de recherche est d'analyser la structure de propriété des entreprises qui se sont introduites en Bourse (période 2010-2021) avant et après leur introduction afin d'analyser son évolution. Les investisseurs sont-ils pérennes ou l'IPO est-elle l'occasion de se dégager de l'entreprise, une fois la clause de *lock-up* expirée ?

Dans une deuxième étape, il s'agira d'analyser quand et pour quel montant ces entreprises sont de nouveau à la recherche de fonds propres. La recapitalisation se fait-elle par augmentation de capital ou bien auprès de fonds d'investissement privés ? Enfin, le fait de s'être introduites en Bourse leur donne-t-elles la possibilité de se financer plus facilement par la dette autre que bancaire ? La dernière étape du projet est de comprendre la stratégie des entreprises qui sont sorties de la cote. Est-ce un choix délibéré ou ont-elles été liquidées ? Certains secteurs sont-ils plus vulnérables ?

PARTIE 2 : METHODOLOGIE MISE EN ŒUVRE

L'échantillon étudié se compose des entreprises françaises qui se sont introduites en Bourse sur la période 2010-2021 et ce quel que soit le segment de marché d'Euronext (A, B, C ou Euronext growth). Ont été exclues de l'échantillon les entreprises du secteur financier et immobilier. De même, les opérations telles que les opérations techniques, les transferts et les introductions par SPAC n'ont pas été prises en compte. Au total, l'échantillon comprend 173 sociétés.

Les entreprises ont été différenciées selon leur taille suivant 4 groupes distincts en se référant à la classification de l'INSEE : les microentreprises (MIC), les petites et moyennes entreprises (PME), les entreprises de taille intermédiaire (ETI) et les grandes entreprises (GE). Ainsi, les petites et moyennes entreprises (PME) sont celles qui, d'une part, emploient moins de 250 personnes, d'autre part, ont un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 50 millions d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 43 millions d'euros. Parmi elles, les microentreprises occupent moins de 10 personnes et ont un chiffre d'affaires annuel ou un total de bilan n'excédant pas 2 millions d'euros.

Les entreprises de taille intermédiaire (ETI) sont des entreprises qui n'appartiennent pas à la catégorie des PME et qui, d'une part, emploient moins de 5 000 personnes, d'autre part, ont un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 1 500 millions d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 2 000 millions d'euros. Les grandes entreprises (GE) sont les entreprises non classées dans les catégories précédentes.

Le secteur d'activité de chaque entreprise a été identifié selon la classification internationale ICB qui correspond à la classification sectorielle d'Euronext.

A. La structure de propriété avant et après l'introduction en Bourse

Il s'agit tout d'abord d'analyser à partir des documents publiés par les entreprises cotées la structure de propriété de ces entreprises **juste avant leur introduction** en Bourse. Ces informations sont présentes dans la note d'opération ou dans le document d'information pour les sociétés qui s'introduisent sur Euronext depuis la modification du Règlement Prospectus en 2018, qui permet aux entreprises qui réalisent des levées de fonds inférieures à 8 M€ de ne pas demander de visa à l'AMF. Le document d'information ne constitue pas un prospectus au sens du Règlement européen (UR-2017/1129). Il est établi par l'émetteur et soumis pour examen à Euronext.

Dans une deuxième étape, la structure de propriété de ces mêmes entreprises est relevée **après IPO** à partir des documents que la cotation en Bourse impose de publier de façon périodique. La structure de propriété peut se retrouver dans différents documents, à savoir, le rapport financier annuel, le rapport de gestion, le rapport annuel, le document de référence remplacé en 2019 par l'URD. Quand seul le rapport financier est disponible, les informations sont données en grandes masses (% par seuil réglementaire) et donc peu précises.

Il a été choisi de relever la structure de propriété et le pourcentage de droits de vote présents dans le premier et le deuxième document public qui suivent l'IPO. Au total, 3 structures de propriété sont recensées. Le nombre de structures de propriété examinées a été choisi afin de pouvoir analyser la structure de propriété au-delà de la clause d'engagement imposée aux actionnaires historiques, clause qui exige de garder les titres pendant une période qui peut aller jusqu'à 365 jours après l'IPO.

Comme ces données ne sont pas homogènes au cours du temps même pour une même entreprise, l'équipe de recherche, en accord avec l'OFEM, a privilégié 4 grands types d'investisseurs : les fondateurs, les managers, les fonds d'investissement, les fonds publics (BPI France et/ou Fonds régionaux de développement), et une catégorie autre qui représente le flottant en Bourse après l'introduction. Pour chacune de ces 4 catégories d'investisseurs, le pourcentage de capital détenu et le pourcentage de droits de vote ont été relevés.

B. Évolution des moyens de financements mis en œuvre post IPO

La deuxième étape de l'étude a pour but de recenser les augmentations de capital privées ou publiques qui ont eu lieu après IPO. Ce travail permettra de comparer les montants émis à l'IPO avec les montants émis post IPO, le nombre d'entreprises qui se financent par augmentation de capital et l'importance relative de l'augmentation de capital.

Par ailleurs il est également intéressant de voir comment évolue le ratio d'endettement après introduction en Bourse. L'IPO a-t-elle permis de lever les contraintes de financement qui pesaient avant IPO ? L'accès à la dette est-il facilité après IPO ?

1. Le financement par fonds propres post IPO : les augmentations de capital

Les données relatives aux augmentations de capital postérieures à l'introduction en bourse ont été identifiées à l'aide des sources suivantes : La base de données Capital I/Q de Standard & Poor's, les rapports annuels des sociétés cotées, les prospectus d'émission et documents d'information.

Afin de n'oublier aucune opération, nous avons relevé toutes les augmentations de capital apparaissant dans le tableau de flux de trésorerie de chaque entreprise et sur l'ensemble de la période allant de la date d'introduction à décembre 2021.

Seuls les apports en numéraire ont été considérés (les augmentations de capital par apport en nature ou par incorporation de réserves sont exclues). Les augmentations de capital provenant de l'exercice de « stock-option » ont été écartées. Les conversions d'obligations convertibles (OCA ou OCEANE) ne font pas, non plus, partie du champ de l'étude.

Les opérations d'augmentation de capital retenues sont : les offres au public, les placements privés ou offres réservées et les augmentations de capital via des « Equity line ».

2. Le financement par dette post IPO : l'évolution du ratio d'endettement

Afin d'observer l'évolution du ratio d'endettement, nous avons collecté les données comptables relatives aux montants des capitaux propres et de la dette financière et bancaire sur la période courant de la date d'introduction à décembre 2021 (source : base de données Capital I/Q de Standard & Poor's).

3. Le financement par le marché obligataire classique et par émissions d'obligations donnant accès au capital (OBSA, OCA, OCABSA, ...)

Les entreprises qui ont procédé à l'émission d'obligations avec ou sans bons de souscription peuvent être identifiées grâce à la ligne « emprunt obligataire » qui apparaît au passif des entreprises, nécessairement impactée par ces émissions.

Les états financiers (le passif) que comprend la base de données COFISEM de toutes les entreprises (173 au total) ont été analysés sur la période d'étude et seules celles dont la ligne « emprunt obligataire » a augmenté ont été sélectionnées. Au total 41, entreprises répondent à cette définition sur l'ensemble des 173 entreprises qui se sont introduites sur la période 2010-2021.

Pour obtenir des informations précises sur l'émission (date d'émission, montants, type d'obligations émises, ...), il est nécessaire de consulter les rapports annuels des dites sociétés pour les exercices concernés (i.e. ceux pour lesquels la ligne obligataire a augmenté) afin de trouver un niveau minimal d'information sur ces émissions.

C. Étude des sociétés sorties de la cote sur la période 2010-2021

Les données relatives aux sorties de la Cote ont été obtenues via le site d'Euronext (Euronext Fact Books).

PARTIE 3 : RESULTATS DE L'ETUDE

A. Analyse de la structure de propriété pré-IPO et de son évolution post-IPO

L'étude de la structure de propriété porte sur l'ensemble des 173 entreprises qui se sont introduites en Bourse sur la période 2010-2021.

Secteurs d'activité

Secteur d'activité	Nombre d'entreprises
Health Care	58
Industrials	33
Information technology	28
Consumer discretionary	16
Communication Services (primary)	13
Materials	13
Consumer Staples	5
Energy	3
Utilities	3
Financials	1
Total	173

Comme on peut le noter, ce sont en priorité les entreprises qui appartiennent aux secteurs les plus risqués (Health Care) ou mettant en œuvre des technologies nouvelles qui viennent se financer en Bourse.

Types d'entreprises

Ce sont les PME qui sont les plus représentées puisque 125 PME se sont introduites en Bourse sur la période contre 25 ETI, 14 microentreprises et 9 grandes entreprises.

Type d'entreprise	Nombre d'entreprises
MIC	14
PME	125
ETI	25
GE	9
Total	173

Compartiments de cotation

Compartiment	Nombre d'entreprises
A	17
B	23
C	34
Growth	99
Total	173

Comme la majorité des entreprises de l'échantillon sont des PME, elles s'introduisent sur Alternext/Euronext Growth (99 entreprises) et sur le compartiment C (34 entreprises). Le compartiment A est minoritaire avec 17 entreprises dont 9 sont des grandes entreprises, les autres étant des ETI (8 entreprises).

23 entreprises, PME (15 entreprises) ou ETI (8 entreprises), se sont introduites sur le compartiment B.

A noter que le compartiment B comprend plus de PME que d'ETI. Il en est de même pour le compartiment C, qui comprend 27 PME, 4 ETI et 3 MIC.

Structure d'endettement

Le taux d'endettement moyen des 173 entreprises à la date de l'IPO est de 56,18% et monte à 102% à la date de publication du premier document public paru après IPO. Ce chiffre est à prendre avec précaution compte tenu du nombre de valeurs manquantes, qui s'élève à 31 soit 18%.

L'étude de la structure de propriété a été réalisée sur la base du pourcentage de droits de vote détenus. Sera considérée comme actionnaire majoritaire toute entité ayant plus de 50% des droits de vote de l'entreprise considérée.

4 grandes catégories d'investisseurs ont été différenciées :

- les fondateurs,
- les fonds d'investissement/investisseurs financiers,
- les fonds d'investissements publics tels que BPI, la CDC et les fonds de développement régionaux,
- le flottant en Bourse.

1. Étude de la structure de capital avant et après IPO

La structure de propriété des entreprises est analysée selon le type d'actionnaire majoritaire présent. Sera tout d'abord analysée la structure de propriété des entreprises qui ont comme actionnaire majoritaire le ou les fondateurs, suivie de celles comptant des fonds d'investissement ou des investisseurs financiers parmi leurs actionnaires, enfin de celles au capital desquelles figurent des fonds d'investissement publics (BOI, CDC, fonds régionaux).

1.1 Évolution de la structure de propriété des entreprises détenues avant IPO en majorité par leur(s) fondateur(s)

78 entreprises soit sensiblement 47% de l'ensemble des entreprises ont pour actionnaire majoritaire le ou les fondateurs avant l'IPO.

La répartition par secteur d'activité est diversifiée et aucun secteur d'activité précis ne se distingue.

Secteurs d'activité

Secteurs d'activité	Nombre d'entreprises
Health Care	11
Industrials	19
Information technology	12
Consumer discretionary	10
Communication Services (primary)	10
Materials	5

Consumer Staples	5
Energy	2
Utilities	3
Financials	1
Total	78

Il est à noter que les secteurs d'activité privilégiés dans le cas où le fondateur est majoritaire sont différents de ceux de l'échantillon total. Alors qu'il y avait 58 entreprises dans le secteur « Health care », ce dernier ne compte plus que 11 entreprises détenues en majorité par leur(s) fondateur(s). Les biotech sont rarement détenues majoritairement par les fondateurs et ont besoin de fonds externes. Le secteur où les fondateurs sont les plus présents est « Industrials ».

Types d'entreprise

La particularité d'avoir un fondateur comme actionnaire majoritaire n'est pas réservée aux PME mais touche tous les types d'entreprise quelle que soit leur taille. Ainsi, même les grandes entreprises sont concernées puisque 3 répondent à ce critère alors que l'échantillon total n'en compte que 9.

Type d'entreprise	Nombre d'entreprises	En %
MIC	8	10,3%
PME	50	64,1%
ETI	17	21,8%
GE	3	3,80%
Total	78	100%

Compartiments de cotation

En ce qui concerne le compartiment de cotation de ces entreprises, Euronext Growth est le compartiment le plus représenté avec 54 entreprises. Les compartiments A, B et C comptabilisent chacun 8 entreprises.

Compartiment	Nombre d'entreprises
A	8
B	8
C	8
Growth	54
Total	78

26 de ces entreprises sont détenues à 100% par leur(s) fondateur(s), qui détient (détiennent) également la totalité des droits de vote. Ce qui représente 15% de l'échantillon total de 173 entreprises. Elles sont donc en minorité. Les 52 entreprises restantes (30,1% du total de 173 entreprises) sont détenues par un ou plusieurs fondateurs détenant la majorité des droits de votes, ainsi que par d'autres investisseurs (managers, fonds, ...). Dans ce dernier cas, quel est le type d'investisseurs accompagnant le ou les fondateurs ? Ce sont les fonds d'investissement et les investisseurs financiers pour 34 entreprises. En d'autres termes, 44 entreprises sont détenues par leurs fondateurs (en totalité ou en majorité) ainsi que, le cas échéant, d'autres actionnaires qui ne sont, ni des fonds d'investissement, ni des investisseurs financiers.

Ce qui appelle les remarques suivantes :

- La structure de propriété fondateur(s) - fonds d'investissement avant IPO est fréquente (presque 20% de l'échantillon total). Dans ce cas, le pourcentage de droits de vote détenu par les fonds est en moyenne de 26% ;
- Le nombre d'entreprises ne comptant pas de fonds à leur capital a tendance à augmenter ces dernières années, notamment après IPO. Ainsi, depuis 2019, 22 entreprises ont un capital partagé entre fondateur(s) et flottant après IPO.

Tableau n°1 : Répartition par année d'IPO du nombre d'entreprises ayant un capital partagé entre fondateur(s) et flottant après IPO

Année	IPO
2021	11
2020	6
2019	5
Total	22

Structure d'endettement

Il a semblé intéressant d'analyser la structure d'endettement des entreprises dans lesquelles le fondateur est majoritaire avant IPO, et son évolution après IPO.

Le taux d'endettement moyen de ces entreprises juste avant l'IPO est de 75,8%. Après IPO, un changement est opéré puisque ce taux monte à 129,45%. L'IPO a permis à ces entreprises de pouvoir faire appel à la dette.

En ce qui concerne les 34 entreprises comptant des fonds ou des investisseurs financiers parmi leurs actionnaires, leur taux d'endettement juste avant IPO est de 56,75% et monte après IPO à 103,58% (cf. premier document publié après l'IPO).

Structure de propriété des entreprises détenues à plus de 50% par leur(s) fondateur(s) à la première date de publication d'information publique après l'IPO (DDR, URD...)

53 entreprises sur les 78 détenues à plus de 50% par leurs fondateurs, soit 68%, le sont encore à la première date publication après IPO. Ainsi, la grande majorité de ces entreprises restent aux mains de leur(s) fondateur(s). Le taux d'endettement de ces sociétés est de 87,6% au moment de l'IPO et monte à 97,5% après IPO.

Structure de propriété à la deuxième date de publication d'information publique après l'IPO (DDR, URD...)

37 entreprises ont encore comme actionnaire majoritaire le ou les fondateurs (soit 21,4% de l'ensemble des 173 entreprises) à la parution du deuxième document public après IPO. Ce dernier chiffre est à prendre avec précaution car le deuxième document n'est pas toujours disponible pour les entreprises qui se sont introduites en 2021 (14 données manquantes).

Le taux d'endettement de ces 37 entreprises est de 96,9% au moment de l'IPO et monte à 105,5% après IPO.

1.2 Évolution de la structure de propriété des entreprises comptant avant IPO des *fonds d'investissement et/ou des investisseurs financiers* parmi leurs actionnaires

129 entreprises sur les 173 entreprises étudiées, soit 74,6%, ont un fonds d'investissement présent à leur capital. Ces investisseurs détiennent en moyenne 58,16% du capital et 57,84% des droits de vote. Ils détiennent plus de 20% des droits de vote dans 87% des cas. Ils sont donc fortement présents avant l'IPO.

Secteurs d'activité de ces entreprises

Secteur d'activité	Nombre d'entreprises
Health Care	51
Industrials	24
Information technology	24
Consumer discretionary	12
Communication Services (primary)	6
Materials	10
Consumer Staples	0
Energy	1
Utilities	1
Financials	1
Total	129

On retrouve le même classement que pour l'ensemble des 173 entreprises. Les secteurs de la santé en général (qui comprend les biotechs) vient en tête, suivi du secteur industriel et des technologies de l'information.

Types d'entreprise

Type d'entreprise	Nombre d'entreprises	En %
MIC	10	7,8%
PME	97	75,2%
ETI	15	11,6%
GE	7	5,4%
Total	129	100%

Compartiments de cotation

Compartiment	Nombre d'entreprises
A	11
B	17
C	34
Growth	67
Total	129

Structure d'endettement

Le taux d'endettement moyen de ces entreprises est de 56,18% avant introduction en Bourse et monte à 102,09% à la date de publication du premier document public.

1.3 Entrées et sorties des fonds d'investissement lors de l'IPO

Afin d'étudier le comportement (entrée ou sortie) des fonds d'investissement lors de l'IPO, le pourcentage théorique des droits de vote détenus par les fonds a été calculé. Si ces derniers conservent leurs titres mais ne souscrivent pas à l'IPO, leur participation est diluée. Ce qui peut être relevé dans le document public qui suit l'IPO.

On relève :

- 4 entreprises, Waga energy, HDF, Gaz transport et Visativ, dans le capital desquelles entrent des fonds d'investissement au moment de l'IPO ou après ;
- 5 entreprises comme par exemple Cogelec et Witbe, pour lesquelles les fonds au capital de l'entreprise profitent de l'IPO pour en sortir ;
- 62 entreprises, soit 48% des 129 entreprises comptant des fonds parmi leurs actionnaires avant l'IPO, dans lesquelles des fonds profitent de l'IPO pour acquérir des titres ;
- 36 entreprises dans lesquelles les fonds présents conservent leurs titres ou en vendent au moins une partie.

Tableau n°2 : Entrées et sorties de fonds au moment de l'IPO

Stratégie du fonds d'investissement	Nombre d'entreprises	En %
Achat de titres par le fonds	62	48%
Conservation ou vente de titres	36	28%
Sortie totale du fonds	5	4%
Données manquantes	26	20%
Total	129	100%

On peut en conclure que les fonds d'investissement n'ont pas comme première intention de sortir de l'entreprise au moment de l'IPO mais, au contraire, profitent en majorité de l'IPO pour renforcer leur participation au capital de l'entreprise.

Par manque de données disponibles, cette étude n'a pas pu être conduite sur la période d'observation suivante (i.e. à la date de la 2^{ème} publication après l'IPO).

1.4 Évolution de la structure de propriété des entreprises détenues avant IPO en *majorité* par des *fonds d'investissement* et/ou des *investisseurs financiers*

74 entreprises, soit environ 43% de l'ensemble des 173 entreprises, ont pour actionnaire majoritaire un ou des fonds d'investissement à leur capital avant IPO, ce qui est surprenant puisque ces fonds n'ont pas vocation à s'immiscer dans la marche de l'entreprise. On remarque cependant que certains fonds comme Truffle Capital investissent toujours pour de gros tickets. A titre d'exemple Truffle capital a investi dans 12 entreprises sur la période d'étude, pour jamais moins de 39% du capital de ces entreprises.

Secteurs d'activité

Secteur d'activité	Nombre d'entreprises
Health Care	38
Industrials	10
Information technology	12
Consumer discretionary	6
Communication Services (primary)	3
Materials	4
Consumer Staples	0
Energy	1
Utilities	0
Financials	0
Total	74

Le secteur de la santé est celui qui comprend le plus de fonds d'investissement majoritaires. Les fonds d'investissement sont moins présents dans le secteur industriel (ils sont majoritaires dans le capital de 10 entreprises de ce secteur) que les fondateurs (majoritaires dans 19 entreprises) alors que, dans les technologies de l'information, la présence des deux catégories d'actionnaires est équivalente.

Types d'entreprise

Type d'entreprise	Nombre d'entreprises	En %
MIC	3	4,0%
PME	58	78,4%
ETI	8	10,8%
GE	5	6,8%
Total	74	100%

Compartiments de cotation

Compartiment	Nombre d'entreprises
A	6
B	12
C	26
Growth	30
Total	74

Si le nombre d'entreprises détenues en majorité par des fonds d'investissement (74) est sensiblement équivalent au nombre d'entreprises détenues en majorité par leurs fondateurs (78), les IPO des premières aboutissent beaucoup plus fréquemment à une cotation au sein des compartiments B et C d'Euronext (et moins souvent dans le compartiment Growth) que les IPO des entreprises détenues en majorité par leurs fondateurs.

Structure d'endettement

Le taux d'endettement moyen de ces 74 entreprises est de 40,63% avant introduction en Bourse et atteint 93,44% à la date de publication du premier document public. Lorsque les fonds constituent les actionnaires majoritaires, l'endettement est maîtrisé et se situe à un niveau inférieur à celui observé lorsque les actionnaires majoritaires sont les fondateurs.

1.5 Évolution de la structure de propriété des entreprises comptant avant IPO un *fonds public* parmi leurs actionnaires

Dans cette étude sont considérés comme fonds d'investissement publics BPI, la CDC et les fonds régionaux.

32 entreprises soit 18,5% de l'échantillon total (173 entreprises) comptent un ou plusieurs fonds publics parmi leurs actionnaires.

Le pourcentage moyen de capital détenu par le(s) fonds public(s) ainsi que sa (leur) part des droits de vote se monte à 15,32%. Les fonds publics sont présents mais en appui des entreprises qu'ils financent.

Secteurs d'activité

Secteur d'activité	Nombre d'entreprises
Health Care	16
Industrials	3
Information technology	7
Consumer discretionary	0
Communication Services (primary)	0
Materials	4
Consumer Staples	0
Energy	0
Utilities	1
Financials	0
Total	32

Les fonds publics investissent en majorité dans les secteurs de la santé et des technologies de l'information.

Types d'entreprise

Type d'entreprise	Nombre d'entreprises	En %
MIC	2	6,25%
PME	26	81,25%
ETI	2	6,25%
GE	2	6,25%
Total	32	100%

Compartiments de cotation

Compartiment	Nombre d'entreprises	En %
A	3	9,4%
B	5	15,6%
C	13	40,6%
Growth	11	34,4%
Total	32	100%

On peut noter que les fonds publics soutiennent en majorité des PME cotées sur le compartiment C ou sur Euronext Growth.

Structure d'endettement

Le taux d'endettement moyen de ces 32 entreprises est de 46,1% avant introduction en Bourse et monte à 62,9% à la date de publication du premier document public. Le taux d'endettement de ces entreprises est maîtrisé.

De manière générale, dans tous les cas de figure examinés ci-avant, l'entreprise s'endette, en général fortement, après l'IPO.

B. Financement des entreprises post IPO : augmentations de capital

1. Rappels : au moment de l'IPO

Sur la période janvier 2010 – Décembre 2021, les 173 entreprises de notre échantillon ont levé environ 16 118 M€ au moment de leur introduction. Les 92 entreprises introduites sur Euronext Growth ont levé 1 166 M€, soit une levée de fonds moyenne de 12,7 M€ (médiane : 8,6 M€) ; les entreprises introduites sur Euronext (compartiments A, B, C) au nombre de 81, ont levé 14 951 M€, soit une levée de fonds moyenne de 184,6 M€ (médiane : 38 M€)¹.

La répartition du nombre introductions en bourse en fonction de la taille de l'entreprise montre une majorité de petites et moyennes entreprises (125 soit 72% de l'échantillon) ; viennent ensuite les entreprises de taille intermédiaire (25 soit 14% de l'échantillon), les microentreprises (14, soit 8% de l'échantillon) et enfin les grandes entreprises (9, soit 5% de l'échantillon).

La répartition en termes de montants levés est bien différente : ce sont les grandes entreprises avec 7 865 M (49% des montants collectés) qui arrivent en tête, puis suivent les ETI avec 5 551 M€ levés (soit 34% des montants collectés) et aux dernières places les PME et microentreprises arrivent qui ont récolté respectivement 2 586 M€ et 156 M€ (respectivement 16% et 1% des montants collectés à l'IPO).

Par ordre décroissant de taille des entreprises introduites en bourse, les montants moyens levés à l'IPO sont de 874 M€ pour les grandes entreprises, 220 M€ pour les entreprises de taille intermédiaire, 21 M€ pour les petites et moyennes entreprises et de 11 m€ pour les microentreprises.

2. Les augmentations de capital postérieures à l'introduction

Sur l'ensemble de la période, les entreprises ont, par le biais d'offres au public, de placements privés ou réservés et d'« Equity line », levé environ 5 636 M€ (289 opérations). Offres au public et placements privés/réservés ont permis aux entreprises d'obtenir des montants sensiblement équivalents : 2 764 M€ pour les offres au public (au travers de 84 opérations), 2 723 M€ pour les placements privés/ offres réservés (168 opérations). Le recours aux « Equity line » est, en nombre d'opérations comme en montant, marginal avec 149 M€ obtenus (37 opérations). La première levée de fonds intervient en moyenne 33 mois après l'IPO (médiane : 29 mois) pour les offres au public et 34 mois après l'IPO pour les placements privés et offres réservés.

¹ L'écart important entre la moyenne et la médiane des levées de fonds à l'introduction s'explique par quelques opérations dont les montants varient entre 460 et 1 600 M€ (Numéricable Groupe, Tarkett, Elior, Worldline, Elis, Spie, Europcar, ALD, Française des Jeux, Verallia).

Tableau n°3 : répartition des opérations par types d'opération.

Types d'augmentation de capital	Montants collectés post-IPO (en M€)	Montants collectés post-IPO (en %)
Offres au public	2 764	95%
Placements privés / réservés	2 723	93%
Equity line	149	5%
Total	5 636	193%

Comme l'indique le tableau ci-dessous, ce sont essentiellement les PME qui sont revenues auprès des investisseurs pour lever des fonds, environ 3 971 M€, soit 70% des fonds collectés après l'introduction en bourse.

Types d'entreprise	Montants collectés post-IPO (en M€)	Montants collectés post-IPO (en %)
MIC	411	7%
PME	3 971	70%
ETI	710	13%
GE	544	10%
Total	5 636	100%

Si l'on regarde la répartition des augmentations de capital selon le marché primaire sur lequel l'entreprise s'est introduite, on s'aperçoit que ce sont les entreprises introduites sur le marché réglementé qui sont les plus actives après l'IPO avec 4 283 M€ levés (76% du total des émissions).

Types de marché primaire (réglementé/non-réglementé)	Montants collectés post-IPO (en M€)	Montants collectés post-IPO (en %)
Marché réglementé (compartiments A, B, C)	4 283	76%
Marché non réglementé (Euronext growth)	1 354	24%
Total	5 636	100%

En termes de répartition sectorielle, c'est le secteur de la santé qui a récolté le plus de fonds lors des opérations d'augmentation de capital post-IPO, 3 222 M€.

Secteurs	Montants collectés (en M€)	Montants collectés (en %)
Health Care (Primary)	3 222	57%
Industrials (Primary)	1 009	18%
Utilities (Primary)	599	11%
Materials (Primary)	330	6%
Information Technology (Primary)	199	4%
Communication Services (Primary)	147	3%
Consumer Discretionary (Primary)	128	2%
Consumer Staples (Primary)	2	0%
Total	5 636	100%

2.1 Les augmentations de capital par voie d'offre au public

Sur l'ensemble de la période, nous avons dénombré 84 opérations d'augmentation de capital contre numéraire ayant permis d'obtenir auprès des investisseurs 2 764 M€. Ce sont les PME qui réalisent le plus d'opérations (60) puis les microentreprises (16) ; Les ETI et les grandes entreprises interviennent moins fréquemment avec respectivement 6 et 2 opérations.

Ces opérations ont été effectuées par 53 entreprises, certaines d'entre elles étant retournées plusieurs fois sur le marché. Trente-quatre entreprises n'ont fait qu'une seule opération, 11 entreprises ont réalisé 2 opérations, 4 entreprises en ont effectuées 3 et 4 entreprises ont eu recours à 4 reprises au marché via une offre au public.

Type d'entreprise	Montants collectés par voie d'offre au public (M€)	Montants collectés par voie d'offre au public (en %)
MIC	197	7%
PME	1 490	54%
ETI	703	25,4%
GE	375	14%
Total	2 764	100%

En termes de montants récoltés, ce sont les PME qui arrivent en tête avec un montant cumulé de 1490 M€ en raison du nombre d'opérations, puis viennent les ETI et les grandes entreprises et, avec respectivement des montants collectés de 703 M€ et 375 M€ en raison d'un montant moyen par opération respectivement de 117 M€ et 188 M€ et enfin les microentreprises avec 197 M€.

Selon le marché primaire d'introduction, les entreprises qui ont le plus recours aux émissions d'actions via une offre au public, ont été introduites sur le marché réglementé (montant collecté : 2 128 M€).

Types de marché primaire (réglementé/non-réglementé)	Montants collectés par voie d'offres au public (en M€)	Montants collectés par voie d'offres au public (en %)
Marché réglementé (compartiments A, B, C)	2 128	77%
Marché non réglementé (Euronext growth)	637	23%
Total	2 764	100%

Trois secteurs ont collecté 83% des fonds sur la période d'observation : Health Care, Industrial et Utilities.

Secteurs	Montants collectés par voie d'offre au public (en M€)	Montants collectés par voie d'offre au public (en %)
Health Care (Primary)	1 092	39%
Industrials (Primary)	606	22%
Utilities (Primary)	599	22%
Materials (Primary)	226	8%
Information Technology (Primary)	166	6%
Consumer Discretionary (Primary)	76	3%
Total	2 764	100%

2.2 Les augmentations de capital par placements privés ou offres réservées

Sur l'ensemble de la période, nous avons dénombré 168 opérations d'augmentation de capital contre numéraire.

Ce sont les PME (respectivement les microentreprises) qui réalisent le plus d'opérations de cette nature avec 131 (respectivement 65) opérations réalisées. On a dénombré que deux opérations réalisées par les ETI et les grandes entreprises.

PME et microentreprises ont levé 2 340 M€ et 207 M€ lors de ces opérations, l'ETI et la grande entreprise ont réalisé des opérations d'un montant de 7 M€ et 169 M€.

Type d'entreprise	Montants collectés par placements privés ou offres réservées (en M€)	Montants collectés par placements privés ou offres réservées (en %)
MIC	207	8%
PME	2 340	86%
ETI	7	0%
GE	169	6%
Total	2 723	100%

Comme pour les offres au public, ce sont les entreprises introduites sur le marché réglementé qui ont le plus recours à ce type d'augmentation de capital.

Types de marché primaire (réglementé/non-réglementé)	Montants collectés par placements privés ou offres réservées (en M€)	Montants collectés par placements privés ou offres réservées (en %)
Marché réglementé (compartiments A, B, C)	2 062	76%
Marché non réglementé (Euronext growth)	662	24%
Total	2 723	100%

Le secteur de la santé est celui qui a le plus recours aux placements privés ou aux offre réservées pour augmenter ses capitaux propres par voie externe. Cela peut s'expliquer par le caractère hautement technique de ce secteur (notamment pour le sous-secteur de la biotechnologie).

Secteurs	Montants collectés par placements privés / offres réservées (en M€)	Montants collectés par placements privés / offres réservées (en %)
Health Care (Primary)	2 015	74%
Industrials (Primary)	398	15%
Communication Services (Primary)	147	5%
Materials (Primary)	80	3%
Consumer Discretionary (Primary)	51	2%
Information Technology (Primary)	30	1%
Consumer Staples (Primary)	2	0%
Total	2 723	100%

2.3 Les augmentations de capital via les « Equity line »

Les augmentations de capital effectuées par le biais d'« Equity Line » sont le fait des microentreprises (2 opérations) et des PME (35 opérations) uniquement.

Les montants levés cumulés sont faibles avec 149 M€ levés (PME : 141 M€ obtenus et MIC : 8 M€). Le secteur de la santé est celui qui a récolté le plus de fonds au travers de cet outil (130 M€).

Type d'entreprise	Montants collectés via des "Equity Line" (en M€)	Montants collectés via des "Equity Line" (en %)
MIC	8	5%
PME	141	95%
ETI	0	0%
GE	0	0%
Total	149	100%

Les entreprises utilisant ce biais pour lever des fonds se sont introduites majoritairement sur le marché réglementé et appartiennent essentiellement au secteur de la santé.

Types de marché primaire (réglementé/non-réglementé)	Montants collectés via des "Equity Line" (en M€)	Montants collectés via des "Equity Line" (en %)
Marché réglementé (compartiments A, B, C)	94	63%
Marché non réglementé (Euronext growth)	55	37%
Total	149	100%

Secteurs	Montants collectés via des "Equity Line" (en M€)	Montants collectés via des "Equity Line" (en %)
Health Care (Primary)	130	87%
Industrials (Primary)	14	9%
Communication Services (Primary)	5	3%
Consumer Discretionary (Primary)	1	0%
Total	149	100%

C. Le financement par dette post IPO : l'évolution du ratio d'endettement

Le ratio d'endettement médian, sur les trois années qui précèdent l'introduction en bourse, croît fortement passant de 51% à 102%, son maximum. L'injection de liquidités via l'émission d'actions nouvelles au moment de l'IPO fait fortement baisser ce dernier et permet aux entreprises d'avoir une plus grande flexibilité et autonomie financières. Après l'introduction, les entreprises font appel de nouveau à l'endettement pour financer leur croissance ; quatre ans après leur introduction, le niveau d'endettement est sensiblement équivalent à sa valeur 3 ans avant l'introduction en bourse. Il semblerait donc que l'introduction en bourse ait permis à certaines entreprises non seulement d'obtenir des fonds au moment de l'opération mais qu'elle ait également joué le rôle de multiplicateur de financements permettant aux entreprises de recourir à la dette bancaire ou financière.

Graphique n°1 : évolution du ratio d'endettement²



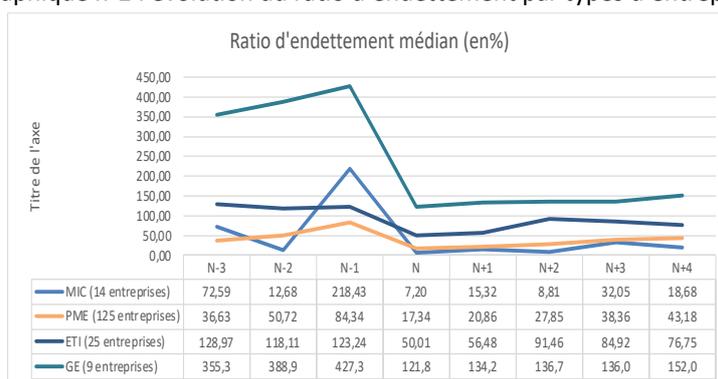
² Le nombre de données manquantes en fonction des années varient. Il est fonction de la date de création de l'entreprise par rapport à l'IPO, de la valeur des capitaux propres (cas des entreprises à capitaux propres négatifs), de la disparition des entreprises à la suite d'un rachat, d'une faillite, ou d'une sortie de la cote. Enfin pour les sociétés introduites entre 2018, le ratio d'endettement n'était pas observable en N+4, pour celles introduites en 2019, le ratio d'endettement n'était pas observable en N+3 et N+4, (etc.) à la date de l'étude.

L'étude du ratio d'endettement en fonction du type d'entreprise montre que les grandes entreprises utilisent l'introduction en bourse pour restructurer leur passif d'une part puis comme multiplicateur de financement : le ratio d'endettement est plus que divisé par deux entre la période pré-IPO et la période post-IPO. On peut observer sensiblement la même chose pour les entreprises de taille intermédiaire et les microentreprises.

Pour ces deux catégories d'entreprises, on observe que le niveau d'endettement est à un seuil relativement élevé sur les 3 années qui précèdent l'introduction.

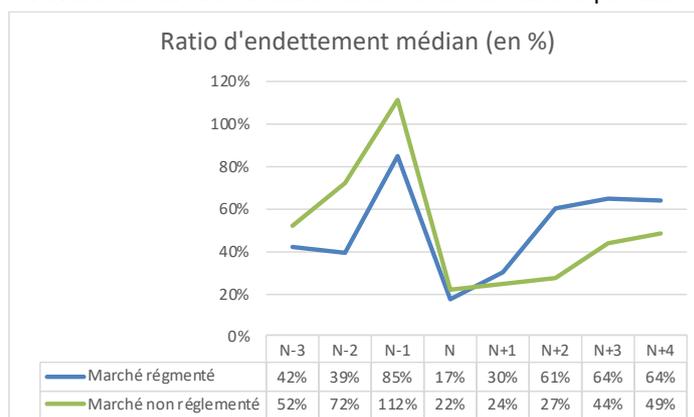
Pour les petites et moyennes entreprises, l'effet « restructuration du passif » est, certes, présent, si l'on compare le ratio 1 an avant l'introduction avec sa valeur post-introduction. Cependant, l'effet multiplicateur semble jouer un rôle plus important car l'endettement 3 ou 4 ans après l'introduction (D/CP_{N+3} : 38,36% ; D/CP_{N+4} : 43,18%) semble revenir à son niveau antérieur D/CP_{N-2} : 50,72% ; D/CP_{N-3} : 36,63%).

Graphique n°2 : évolution du ratio d'endettement par types d'entreprise



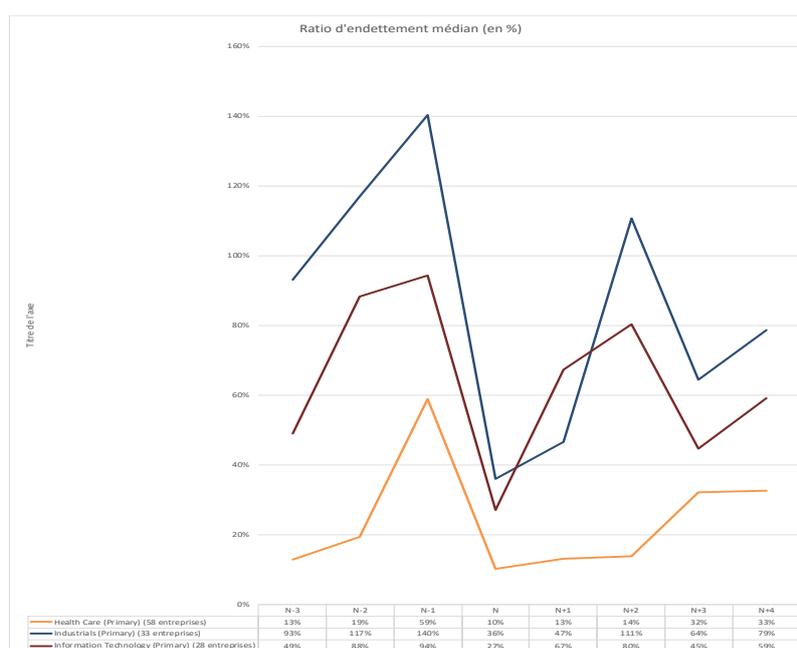
L'étude du ratio d'endettement selon le marché primaire d'introduction (réglementé versus non réglementé) montre que l'introduction en bourse a permis de réduire le niveau d'endettement quel que soit le marché primaire d'introduction. Après l'IPO, le recours à l'endettement semble plus rapide dans le cas des entreprises introduites sur le marché réglementé.

Graphique n°3 : évolution du ratio d'endettement selon le marché primaire d'introduction



Parmi les secteurs d'activités identifiés précédemment, le secteur de la santé utilise modérément le levier financier comparé aux secteurs de l'industrie et des technologies de l'information.

Graphique n°4 : évolution du ratio d'endettement par secteurs d'activités



D. Financement des entreprises post IPO : financement par émission d'obligations

41 entreprises, soit 23,7% du total, ont fait appel au marché obligataire, que ce soit par le biais d'émissions d'obligations simples ou d'obligations donnant accès au capital. Elles utilisent généralement ce mode de financement de manière répétée puisque seules 9 entreprises ne font qu'une émission obligataire.

En d'autres termes, la grande majorité des entreprises n'émettent pas d'obligations après leur introduction en Bourse.

Parmi les 41 entreprises se finançant sur le marché obligataire, 8, soit près de 20% d'entre elles, ont été délistées, une proportion loin d'être négligeable.

7 entreprises ont émis des obligations avant leur IPO. Elles ont profité de leur introduction en Bourse pour solder les obligations donnant accès à leur capital. Ainsi, seules 34 entreprises, soit 19,7% du total, font appel au marché obligataire après leur introduction en Bourse.

Les entreprises faisant appel à ce marché sont essentiellement des PME (32 sur 41). Seules 2 grandes entreprises, ALD et Europcar Mobility, et 7 ETI y ont également recours. A noter : ALD a fait également de nombreuses émissions d'EMTN. Enfin, de façon surprenante, une PME, Ymagis, a émis des EuroPP en 2015 pour un montant de 36,5 M€.

Les secteurs d'activité les plus représentés sont la biotechnologie et les équipements médicaux, les autres entreprises se répartissant de manière à peu près uniforme entre les autres secteurs d'activité.

1. Les émissions obligataires simples

Les émissions obligataires simples peuvent avoir lieu sur le marché réglementé (offre au public) ou auprès d'acteurs privés comme les fonds de dette.

1.1 Le marché réglementé

Seules les entreprises cotées sur le compartiment A ont eu accès au marché obligataire, pour des montants élevés. Deux grandes entreprises y sont présentes, ALD et Europcar Mobility, ainsi que 2 ETI, Numéricable Group et Wordline.

Tableau n°4 : Émissions obligataires sur le marché réglementé par type d'entreprises

Grandes entreprises (GE)	Obligations classiques	Programme EMTN
ALD	500 M€	4 100 M€
Europcar Mobility	1 800 M€	
ETI	Obligations classiques	Programme EMTN
Numericable Group	12 867 M€	
Worldline	1 000 M€	1 000 M€

1.2 Le marché non réglementé : les placements privés

14 entreprises ont émis sur ce marché des obligations « straight » auprès d'acteurs privés pour un montant total de 1 105 M€.

Les 9 PME de cet échantillon ont émis au total 90,7 M€, soit en moyenne 10 M€ par entreprise.

Les 3 ETI se finançant sur ce marché ont émis des obligations pour des montants plus élevés : Amplitude Chirurgical a fait 2 émissions obligataires pour un total de 175 M€, dont une émission de 110 M€ souscrite par Tikehau. Verimatrix a lancé une émission de 54 M\$ souscrite par le fonds Apera Capital. Worldline a émis 105 M€ d'obligations privées « straight ».

Enfin, ALD est la seule grande entreprise à se financer sur ce marché, pour 600 M€.

La grande majorité de ces émissions sont souscrites par des fonds d'investissement privés, dont Kreos Capital, qui a souscrit à 8 émissions, et IPF Partners à 3 émissions. La particularité de Kreos est qu'il associe presque toujours la souscription d'une dette pure à une émission obligataire donnant accès au capital.

2. Les émissions obligataires hybrides

Toutes les PME de l'échantillon ont émis des titres hybrides sous des formes diverses, OCA, OBSA, OCEANE, mais également sous la forme d'obligations « straight » assorties de bons de souscriptions d'actions qui ne concernent qu'une partie de l'émission. Ces émissions ont été classées dans les titres hybrides. Toutefois, ce sont les ETI qui émettent le montant le plus élevé de titres hybrides (2 236M€, contre 473 M€ pour les PME). Quant aux grandes entreprises, elles n'en émettent pas.

Répartition des titres hybrides par type d'entreprise

Type d'entreprise	Nb d'entreprises	Emissions Obligataires hybrides
ETI	5	2 236 M€
MIC-PME	32	477 M€
Total en M€	37	2 713 M€

3. Financement par PGE

27 entreprises ont eu recours aux PGE, mais pour des montants faibles (de l'ordre de 5 M€), à l'exception de 3 entreprises, Europcar Mobility pour 220 M€, Maison du monde pour 150 M€ et SMCP pour 193 M€.

Sur le compartiment A, Europcar Mobility est la seule entreprise à avoir utilisé ce mode de financement alors que, sur le compartiment B, toutes les entreprises faisant appel au marché obligataire y ont eu recours à l'exception de Supersonic Imagine, sortie de la cote en 2021. Les entreprises du compartiment C ont également bénéficié du PGE à l'exception de Biom'up, Verimatrix et Ymagis (qui s'est délisté). Enfin, sur les 17 entreprises d'Euronext Growth se finançant sur le marché obligataire, 6 n'ont pas eu recours au PGE.

E. Sorties de la cote

Sur les 173 entreprises introduites en bourse entre 2010 et 2021, 27 sont sorties de la Cote (15,6%). Ce sont majoritairement des PME (81,5%) introduites sur Euronext Growth (11 entreprises) et le compartiment C d'Euronext (10 entreprises). Quatre entreprises appartiennent au compartiment B et deux au compartiment A. Quarante-huit pourcents des entreprises qui sont sorties de la Cote appartiennent au secteur de la santé.

Tableau n°5 : Liste des entreprises sorties de la Cote

NOM	TYPES ENTREPRISE	SECTEURS D'ACTIVITÉ	MARCHÉS DE COTATION À L'INTRODUCTION
Biom UP sa	PME	Health Care (Primary)	Euronext C
Stentys	PME	Health Care (Primary)	Euronext C
Viadeo	PME	Communication Services (Primary)	Euronext B
CellNovo	PME	Health Care (Primary)	Euronext C
Ymagis	PME	Communication Services (Primary)	Euronext C
Tuto4pc	PME	Communication Services (Primary)	Next Growth
Innoxeo	PME	Industrials (Primary)	Next Growth
Tekka Groupe	PME	Health Care (Primary)	Next Growth
Oxatis	PME	Information Technology (Primary)	Next Growth
Numéricable Group	ETI	Communication Services (Primary)	Compartiment A
EOS Imaging	PME	Health Care (Primary)	Euronext C
Blue Solutions	ETI	Industrials (Primary)	Euronext B
Relaxne	PME	Communication Services (Primary)	Next Growth
Europcar Groupe	GE	Industrials (Primary)	Compartiment A
Oceasoft	PME	Information Technology (Primary)	Next Growth
Medica	ETI	Health Care (Primary)	Euronext B
Supersonic Imagine	PME	Health Care (Primary)	Euronext B
Voluntis SA	PME	Health Care (Primary)	Euronext C
Anevia	PME	Information Technology (Primary)	Next Growth
Phenix	PME	Industrials (Primary)	Next Growth
Genticel	PME	Health Care (Primary)	Euronext C
Horizontal Software SA	PME	Information Technology (Primary)	Next Growth
Txcell	PME	Health Care (Primary)	Euronext C
Novagali Pharma	PME	Health Care (Primary)	Euronext C
Vexim	PME	Health Care (Primary)	Next Growth
Medtech	MIC	Health Care (Primary)	Euronext C
Merci Plus groupe	PME	Industrials (Primary)	Next Growth

Ces entreprises sont restées en moyenne 4,6 ans sur le marché avant d'en sortir. Pour un tiers d'entre elles, elles ont fait faillite et pour les deux-tiers restants, les entreprises ont fait l'objet d'un rachat par une autre entreprise

(OPA/OPAS). Mesuré entre la date d'entrée en bourse et la date de sortie, le taux interne de rentabilité obtenu par les investisseurs est négatif : - 20,5%.

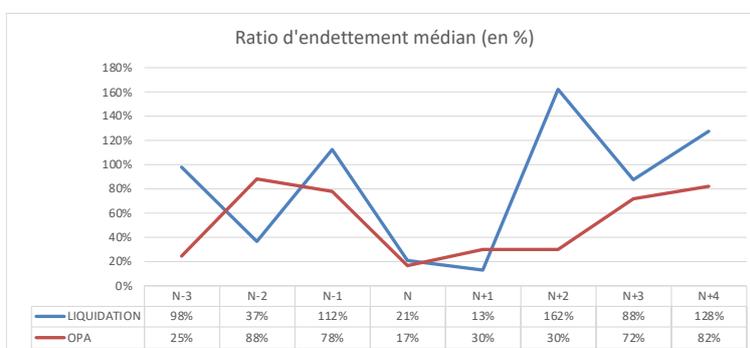
Au moment de l'introduction, la plupart réalisait un chiffre d'affaires strictement supérieur à zéro mais les deux-tiers avaient un résultat opérationnel négatif.

En ce qui concerne les entreprises ayant fait faillite (9 entreprises), il s'agit de PME appartenant aux secteurs de la santé ou des services de communication (une entreprise appartient au secteur des technologies de l'information. Quatre entreprises se sont introduites sur Euronext Growth, quatre autres sur le compartiment C et une sur le compartiment B d'Euronext. Elles sont restées en moyenne 3,9 années sur le marché avant de sortir de la Cote et le rendement obtenu par les investisseurs fut de -58,1%. Avant l'IPO, 7 entreprises affichaient un résultat négatif, mais avant la sortie de la Cote, toutes les entreprises affichaient des pertes opérationnelles ; Au cours de leur vie boursière 8 entreprises sur les 9 ont vu leur résultat opérationnel se dégrader.

En ce qui concerne les entreprises ayant fait l'objet d'un rachat (18 entreprises), on dénombre 13 PME, 3 ETI et 2 GE. La plupart se sont introduites sur Euronext Growth (7 entreprises) et 5 entreprises se sont introduites sur Euronext (compartiment C : 6 ; compartiment B : 3 ; compartiment A : 2). Elles sont restées en moyenne 4,9 années sur le marché avant de sortir de la Cote et le taux de rendement obtenu par les investisseurs fut de -1,7%. Avant l'IPO 11 entreprises avaient un résultat opérationnel négatif, et, avant la sortie ce chiffre est passé à 13 ; neuf entreprises ont vu leur résultat opérationnel se dégrader tout au long de leur vie boursière.

Le ratio d'endettement de ses entreprises délistées était sensiblement plus élevé que la médiane constatée sur l'ensemble de l'échantillon sur les années postérieures à l'IPO. Les entreprises ayant fait faillite affichent un niveau d'endettement supérieur à celui des entreprises sorties de la Cote en raison d'un rachat.

Graphique n°5 : évolution du ratio d'endettement des entreprises délistées



Avant de disparaître de l'écran boursier, les entreprises qui ont fait faillite ont eu recours au marché via 4 offres au public (réalisées par 2 entreprises) et 6 opérations de placements privés/offres réservées (réalisées par 5 entreprises). Les sommes levées ont été respectivement de 76,8 M€ pour les offres au public et 45,5 M€ pour les placements privés/offres réservées. L'augmentation de capital, quelle que soit la forme prise, a été réalisée plus rapidement que ce que l'on a pu constater sur l'ensemble de l'échantillon avec un délai de 14 mois en moyenne pour les offres au public et 16 mois pour les placements privés/offres réservées (délai entre la date de l'IPO et la date de la 1^{ère} opération).

Pour les entreprises sorties de la Cote à la suite d'un rachat, on a dénombré 18 opérations d'augmentations de capital (6 offres au public réalisées par 5 entreprises et 12 placements privés/offres réservées réalisées par 8

entreprises). Les montants levés sont de 88,2 M€ pour les offres au public et de 234,4 M€ pour les placements privés/offres réservées. En termes de délai entre la date de l'IPO et la date de la première opération est sensiblement équivalent à celui de l'échantillon (35 mois pour les offres au public et 28 mois pour les placements privés/offres réservées, en moyenne).

L'étude de Vismara *et al.* (2012) sur un échantillon d'entreprises européennes (Allemagne, France, Italie et UK) introduites en bourses entre 1995 et 2010 indique que la probabilité de sortir de la Cote est d'autant plus grande que l'entreprise est cotée sur un marché non-réglémenté, que sa taille est faible et que son endettement est élevé.

Pour les entreprises spécifiquement sorties de la Cote à la suite d'un rachat, cette probabilité augmente avec le déclin de la rentabilité et des perspectives (mesurées par le Q de Tobin).