



HAL
open science

L'INTRODUCTION DES SOCIETES INTERNET EN BOURSE : OPPORTUNISME OU NECESSITE POUR LES ACTIONNAIRES ET CAPITAL-RISQUEURS ?

Patrick Boisselier, Dominique Dufour

► **To cite this version:**

Patrick Boisselier, Dominique Dufour. L'INTRODUCTION DES SOCIETES INTERNET EN BOURSE : OPPORTUNISME OU NECESSITE POUR LES ACTIONNAIRES ET CAPITAL-RISQUEURS ?. Technologie et management de l'information : enjeux et impacts dans la comptabilité, le contrôle et l'audit, May 2002, France. pp.CD-Rom. halshs-00584445

HAL Id: halshs-00584445

<https://shs.hal.science/halshs-00584445>

Submitted on 8 Apr 2011

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

L'INTRODUCTION DES SOCIÉTÉS INTERNET EN BOURSE : OPPORTUNISME OU NECESSITE POUR LES ACTIONNAIRES ET CAPITAL-RISQUEURS ?

Patrick BOISSELIER

*Maître de conférences, Chercheur au CRIFP¹, IUT de Nice, 41, bd. Napoléon III
06041 NICE Cédex, boisseli@idefi.cnrs.fr*

Dominique DUFOUR

*Maître de conférences, Chercheur au CRIFP, IAE de Nice, av. Emile Henriot
06050 NICE Cédex*

La valeur des actions des sociétés de la nouvelle économie a augmenté, puis diminué très fortement au cours des derniers mois. Les managers, notamment ceux des sociétés Internet, ont-ils réellement tenté de profiter d'un effet d'aubaine au moment de l'introduction, pour réaliser une plus-value « spéculative » ? Cette étude tente de répondre à cette question.

Mots-clés : Internet, nouveau marché, valeurs technologiques, capital-risque, nouvelle économie

The value of the shares has strongly increased, then badly decreased during the recent months, mostly for the firms belonging to the "New Economy". Did really managers try to get profit from the abnormal increase of these values? This paper tries to answer to this question.

Key-words : Internet, NASDAQ, TMT values, venture-capital, new economy

1 Introduction

De manière générale, les valeurs dites « TMT » (Technologies, Médias, Télécommunications), ont enregistré d'octobre 1999 à mars 2000 une progression spectaculaire, suivie d'un retournement du marché tout autant spectaculaire, comme le montre le graphique 1 (cf. page suivante). Ce graphique qui reprend les valeurs de l'indice de 120 entreprises cotées, considérées comme représentatives de la « nouvelle économie », avait atteint fin février 2000 près de 3 800 points, pour retomber fin septembre 2001 à moins de 1000 points, l'indice de base.

¹ Centre de Recherche en Ingénierie Financière et Finances Publiques (CRIFP), dirigé par le Professeur Jacques SPINDLER. Le CRIFP est associé au Pôle d'Excellence en Finance de l'EDHEC. Nous remercions par ailleurs, le service de documentation de la COB et tout particulièrement Madame Anne-Lucie VERDEM pour son aide et sa coopération.

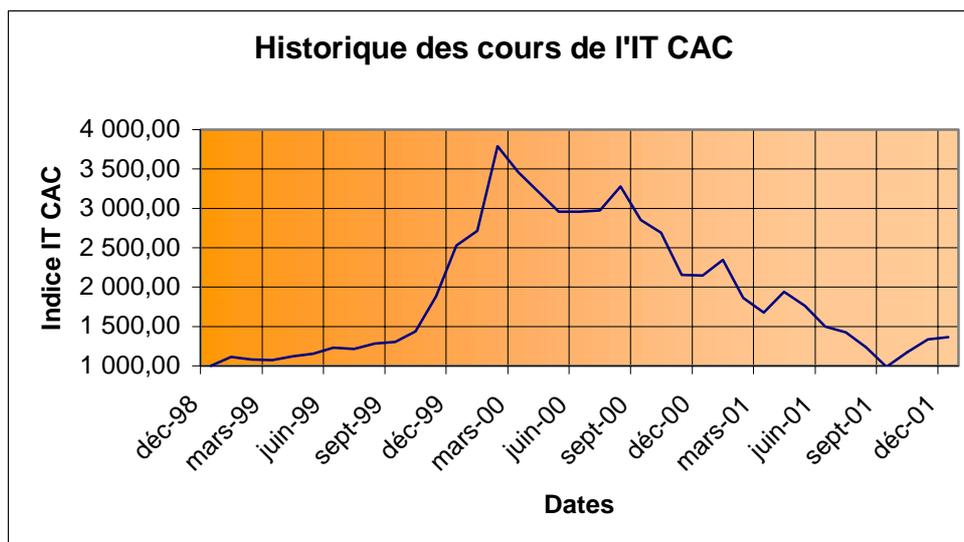


Figure 1 : historique des cours de l'indice technologique CAC 120 du 31 décembre 1998 à janvier 2002

Le parallèle entre les évolutions de cours constatées sur le marché français et américain est connu et il reflète à la fois la déception et la crise de confiance en les valeurs TMT. On ne peut manquer cependant de s'interroger sur ces excès, tant à la hausse qu'à la baisse. Même si le phénomène de surévaluation des titres lors des introductions en bourse est connu depuis longtemps et même si les créateurs et propriétaires de ces sociétés tendent à surévaluer eux-mêmes leurs propres potentialités (C. Camerer et D. Lovo, 1999), les valeurs TMT sont par essence des valeurs porteuses de croissance. Elles se caractérisent logiquement par des rapports élevés, mais également des risques élevés. Il n'est donc pas tout à fait rationnel de voir ces valeurs s'effondrer globalement : d'une part, certaines d'entre elles ne sont pas en mauvaise situation et produisent – ou commencent à produire – des bénéfices ; d'autre part, la dénomination TMT recouvre un ensemble hétérogène, dont les caractéristiques d'une société à l'autre peuvent différer grandement.

Dans ce contexte, une tendance forte est de croire que les valeurs TMT ont été portées par une mode, dans laquelle se sont engouffrés des créateurs opportunistes. Le marché étant sensible aux rumeurs, il a du coup ressenti de manière extrêmement négative la faillite de certaines sociétés Internet, telles que *boo.com* par exemple, spécialisée dans la vente de prêt-à-porter par Internet, laquelle s'est contentée de dilapider les fonds de ses souscripteurs sans parvenir à aucun résultat².

Précisément, les sociétés Internet étant emblématiques de cette « nouvelle économie », elles offrent à présent une image globale dégradée du secteur des valeurs TMT pour les investisseurs. La question se pose donc avec acuité, de savoir si les valeurs Internet n'ont pas été trop vite lancées sur le marché boursier, eu égard à leur jeunesse et si derrière ces introductions, il n'y a pas eu effectivement, de volonté de la part des managers et capitalistes de profiter d'un effet d'aubaine pour réaliser une plus-value purement

² 150 millions d'euros en 18 mois...

« spéculative ». La réponse passe, selon nous, par une interrogation de fond sur les conditions réelles de ces introductions³.

D'après P. Schultz et M. Zaman (2001), deux explications sont envisageables pour comprendre les raisons pour lesquelles les investisseurs vont rapidement chercher des capitaux sur le marché boursier. La première est que les managers tentent – au moment où cela s'y prête – mettre à profit la hausse irraisonnée des valeurs sur les marchés financiers pour valoriser leurs propres actifs. La seconde est qu'ils veulent être les premiers sur un marché offrant des perspectives de croissance rapide, mais dont les barrières sont faibles à l'entrée. Ces deux explications ne sont d'ailleurs pas exclusives l'une de l'autre.

Les conclusions de notre étude empirique vont plutôt à l'encontre des lieux communs sur le cynisme des managers et l'idée que ces derniers ont tenté de réaliser des plus-values spéculatives en allant sur le marché boursier⁴. Par comparaison entre deux échantillons d'entreprises, toutes deux sélectionnées parmi les valeurs TMT du nouveau marché, nos résultats montrent qu'à la date de l'introduction, les cessions d'actions anciennes ont été plutôt rares, les actionnaires privilégiant *a priori* les perspectives futures de croissance et de rentabilité de leur entreprise. Ce résultat est d'autant plus remarquable que le marché a probablement survalorisé les actions à un moment donné. Encore, ce point de vue doit-il finalement être nuancé : eu égard aux risques élevés et aux perspectives de long de terme dans lesquelles s'inscrivent ces valeurs, on peut s'interroger aussi sur la supposée surcote des entreprises de la nouvelle économie.

Le découpage de notre travail s'articulera sur les différentes hypothèses testées. Nous commencerons avant tout, par préciser comment ont été constitués les échantillons (2). Nous nous poserons ensuite la question de savoir pourquoi les entreprises s'introduisent-elles en bourse et quel intérêt en particulier les entreprises Internet y trouvent-elles comparativement aux autres (3). Suite à cela, nous tenterons de répondre aux deux questions suivantes : les managers et capital-risqueurs ont-ils eu un comportement opportuniste au moment de l'introduction de leur entreprise en bourse et les sociétés Internet se sont-elles comportées de manière spécifique ? (4). Nous résumons et concluons enfin, dans un point (5).

2 Caractéristiques des échantillons⁵ et méthodologie mise en oeuvre

L'échantillon des entreprises est composé de deux sous-échantillons : un groupe de sociétés « Internet » et un groupe témoin. Le choix des entreprises a posé de très nombreuses difficultés. En particulier, il s'avère que la dénomination TMT recouvre un ensemble d'activités et de sociétés aux caractéristiques extrêmement hétérogènes. Dans un premier temps, il est apparu nécessaire de définir plus précisément le concept (2.1.). Puis, après avoir

³ Compte tenu de la complexité et de l'étendue de la question, nous nous limiterons dans cette étude – que nous qualifierons de préliminaire – à la seule période de l'introduction.

⁴ Nos résultats n'excluent évidemment pas l'existence d'exemples contraires, mais ils restent relativement peu nombreux et sont finalement assez identifiables.

⁵ La liste des deux échantillons, sociétés Internet et groupe témoin est fournie en annexe de la présente étude.

circonscrit la cible de notre étude, il a fallu opérer des choix en termes de période et de marché, afin de respecter une certaine homogénéité des échantillons. Ceci nous a amené à resserrer les contraintes, afin d'obtenir des données exploitables (2.2). Nous précisons enfin, la méthodologie mise en œuvre afin d'exploiter ces données (3.3).

2.1 Les valeurs TMT et l'Internet

Sans qu'il soit besoin de nuancer le propos, on peut considérer que les valeurs Internet font partie des valeurs TMT. Elles offrent cependant certaines spécificités qui permettent de circonscrire quelque peu leur composition. Après avoir présenté le secteur des TMT, nous précisons ensuite, ce que recouvre le domaine des entreprises de l'Internet.

2.1.1 Les TMT : un secteur transversal

D'après F. Champarnaud et C. Romey (2000, p.66), le concept de TMT comprend entre autres, « l'informatique, les opérateurs de téléphone ou même les constructeurs de postes portables, les médias (télévision, cinéma...) et le « e-commerce ». S'agissant de groupes multiactivités, le rattachement à cette catégorie ne relève pas d'un choix déterminé en fonction d'un pourcentage du chiffre d'affaires, mais *du jugement porté par les analystes et investisseurs sur l'existence d'une décision stratégique forte de l'entreprise*⁶ à se positionner sur ces « nouvelles technologies » alors même que l'impact dans les comptes n'est susceptible d'intervenir qu'à terme ».

Concrètement, on ne peut que constater la transversalité de la notion de TMT. L'informatique en est un excellent exemple. Cette dernière constitue un ensemble complexe qui recouvre pêle-mêle le secteur des composants électroniques, de la construction ou de l'assemblage d'ordinateurs, de la fabrication de périphériques informatiques ; mais aussi celui des services informatiques et technologiques (les SSII) qui ressort à la fois de la technique sous forme d'ingénierie et du conseil pur. La distribution de matériel informatique – activité essentiellement commerciale – est également concernée ; les techniques et équipements de réseau constituent une spécialisation importante et l'on peut encore ajouter à ce vaste ensemble, la conception, vente et distribution de logiciels (le « software » par opposition au « hardware »)⁷...

Cette diversité du domaine se retrouve dans les différentes nomenclatures existantes (NAF, FTSETM)⁸. Au hasard de la composition de l'indice IT CAC, on trouve ainsi A Novo (code FTSETM 581, Services d'appui professionnels - prestataires de services non financiers), ArtPrice.com (code FTSETM 547, Publication et édition – format électronique), Western Telecom (code FTSETM 67, Services de télécommunication), NetValue (code FTSETM 90, Technologies de l'information)... Dans une des Notes Bleues de Bercy (2001, p. 3), le tableau de bord de l'innovation mis au point par le ministère de l'Economie, des finances et de l'industrie pour suivre l'évolution des secteurs technologiquement innovants croise également différents secteurs : fabrication d'ordinateurs et de matériel informatique (NAF 300 C), de

⁶ Mis en italique par nous.

⁷ Cf. à ce sujet, S. de Boissieu (2000).

⁸ NAF : Nomenclature des Activités française. FTSETM est un système de classification sectorielle international. Les sociétés cotées sont d'ores et déjà classées dans ce système.

télévision, radio (NAF 323Z) et téléphones (NAF 322 A et B), d'appareils d'instrumentation et de mesure (332A et B, 333Z), etc., y compris quelques sous-ensembles de la chimie (gaz industriels, chimie organique et inorganique de base, matériel plastique), ainsi que la pharmacie industrielle (NAF 241 A, E, G, et 244 A).

Face à ces différentes approches, il apparaît délicat de définir très précisément le domaine couvert par les TMT. Il nous semble que l'on peut néanmoins l'appréhender sur la base des trois dénominateurs communs suivants (B. Maître, G. Aladjidi, 1999, pp. 1-2) :

- l'information sous toutes ses formes (données, images, textes, sons), dès lors qu'elle est numérisée. Elle constitue la matière première de la nouvelle économie ;
- l'électronique, qui offre le support et l'outil de traitement de l'information ;
- les réseaux numériques, dont Internet n'est qu'un élément, qui véhiculent l'information.

Ces trois dénominateurs recoupent les secteurs suivants : l'informatique, les télécommunications, les médias et les sciences de la vie fondées sur le décodage du génome humain et son traitement. Cet ensemble rejoint celui des « valeurs technologiques » que F. Champarnaud et C. Romey (2000, p. 66) conçoivent comme des termes génériques désignant toutes les valeurs liées aux secteurs qui par leur effort de recherche développement sont générateurs d'innovation. Cette dernière dénomination, plus large, tendrait donc, à inclure le secteur de la biotechnologie, qui se caractérise aussi par une forte croissance et des risques élevés.

Si l'on s'accorde sur cette dernière approche du domaine des TMT, force est de constater que les valeurs correspondantes ne constituent pas non plus à un secteur homogène en termes de taille, d'âge et d'intensité capitalistique. F. Champarnaud et C. Romey (ibid.), relèvent que « dans la population de l'indice CAC des valeurs technologiques, les dix premières sociétés en terme de capitalisation boursière pèsent 1120 fois plus que les dix plus petites. En fait, on y distingue trois groupes : cinq sociétés appartenant à l'indice CAC 40, douze sociétés moyennes, quelques quatre-vingt micro-chips ». Il nous est apparu par conséquent extrêmement difficile de considérer le secteur TMT dans toute sa diversité. Si nous avons ainsi, retenu des entreprises qui se caractérisent par leur appartenance au domaine des TMT sur la base des critères énoncés *supra*, nous avons en revanche, été amené de par la problématique même, à restreindre le champ d'analyse aux entreprises introduites récemment sur le marché boursier et en situation de forte croissance. L'échantillon a ensuite été divisé en deux : une première population d'entreprises relevant du secteur global des TMT et une seconde ciblée sur l'Internet.

2.1.2 Les sociétés « Internet »

F. Champarnaud et C. Romey (ibid.) définissent les sociétés Internet comme « des entreprises appartenant aux secteurs de l'industrie, des services ou de la distribution, dont l'offre de produits traditionnels s'opère à travers Internet, (et) qui coexistent, dans certaines classifications, avec des valeurs spécialisées dans les infrastructures et le matériel Internet, des portails ou des fabricants de logiciels pour le réseau ».

En réalité, le secteur des sociétés Internet est lui aussi plus difficile à circonscrire que l'acception commune le laisserait à penser. Aussi, il est indispensable de le limiter à travers un certain nombre de critères. Nous avons privilégié deux approches qui se recoupent fortement au niveau des données. Un premier critère – technique – découle des liens technologiques induits par le réseau Internet. La figure 2 permet ainsi, d'avoir une vision claire et structurée de l'articulation des différents acteurs intervenant sur le Web.

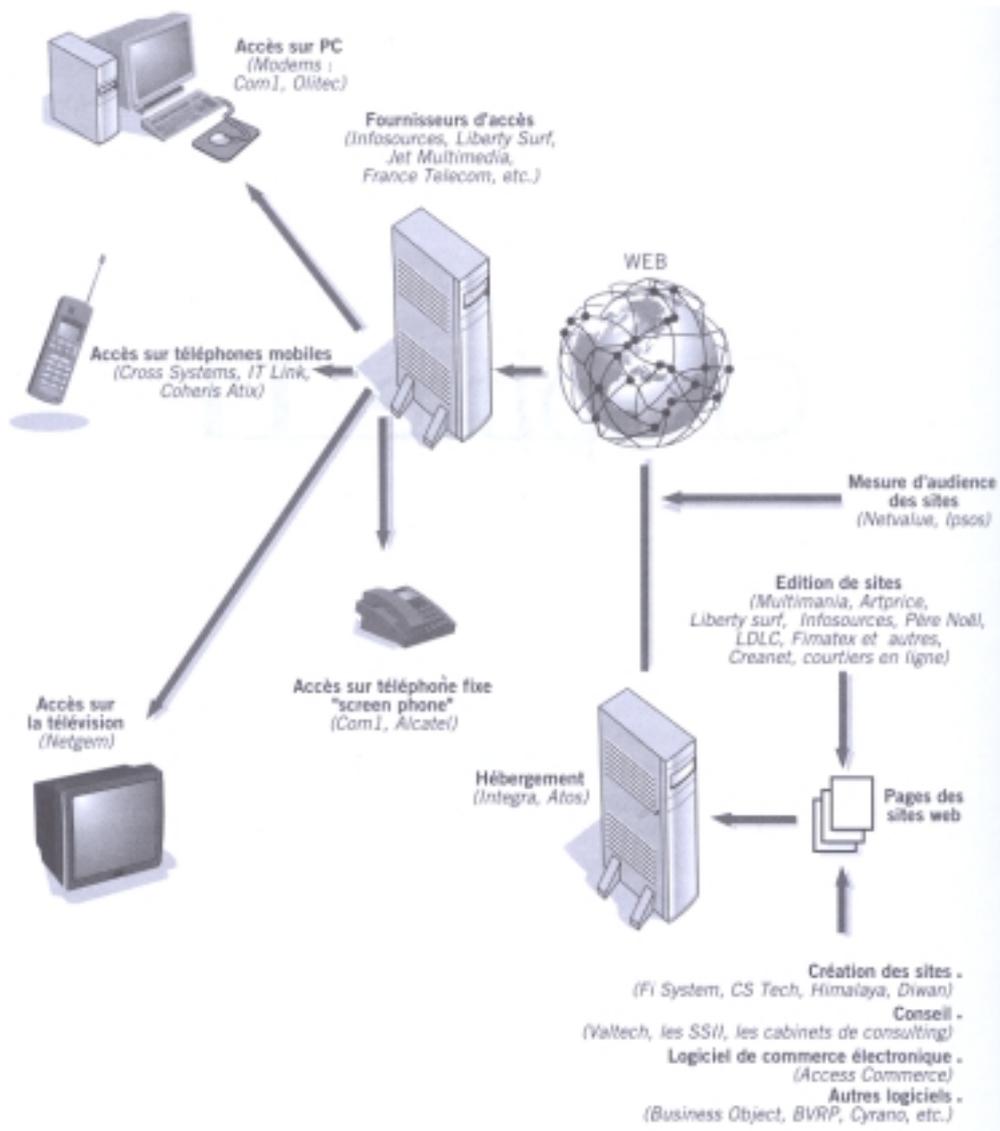


Figure 2 : les acteurs cotés du web et leur métier (S. de Boissieu, p. 324)⁹.

Un second critère – financier – consiste à privilégier le point de vue des analystes et investisseurs. Cette approche, également retenue par F. Champarnaud et C. Romey (2000), est essentiellement fondée sur l'expertise et l'expérience des praticiens. Bien qu'empirique, elle se justifie du fait de la logique des investissements réalisés dans le domaine. Elle nous a conduit à retenir la majeure partie des sociétés figurant sur le site web du Journal du Net¹⁰,

⁹ L'essentiel des exemples cités sur ce schéma et correspondant à des sociétés introduites sur le nouveau marché figurent dans notre échantillon.

¹⁰ Rubrique « Valeurs Internet » : <http://finance.journaldunet.com/php/index.php?p=6&trimarche=IT>

pourvu que ces dernières répondent aux conditions d'appartenance à l'échantillon, décrites ci-après.

2.2 Les données

Toutes les données ont été obtenues à partir des notices d'introduction en bourse sur le nouveau marché. Compte tenu de la diversité des entreprises en terme de taille, d'âge et de poids financier, il a été nécessaire de sélectionner ces dernières de manière à ce qu'elles présentent une relative homogénéité. Nous avons ainsi, limité la période de l'étude et privilégié les entreprises introduites au nouveau marché. Nous avons également écarté de l'échantillon les entreprises ne présentant les caractéristiques de véritables « start-ups », telle que IPSOS, institut de sondage bien connu, dont le capital est détenu par de grands groupes et qui existe depuis près de 30 ans.

2.2.1 Période d'étude

La période retenue couvre les années 1999-2001, représentative de la flambée des cours et de l'engouement pour les sociétés de la « net-économie » (cf. graphique n° 1). Cette période coïncide avec la création des indices IT CAC 50 et IT CAC 120 qui ont permis de suivre l'évolution des valeurs TMT (cf. graphique 1). Elle a permis de comparer les valeurs boursières des entreprises sur le marché et d'étudier de quelle manière les dirigeants et les capital-risqueurs ont réagi face aux fluctuations de valeur des titres. Elle a également permis de mettre en évidence le comportement opportuniste (ou non) de ces derniers.

2.2.2 Le nouveau marché comme marché de référence

Les sociétés choisies ont pour la quasi-totalité d'entre elles été sélectionnées sur le nouveau marché. Pourquoi ce choix ? Les critères de sélection imposés par le nouveau marché lui-même répondent à cette question : pour être introduites, les sociétés ne se voient imposer aucune contrainte de chiffre d'affaires, de rentabilité, ni même d'historique de compte (Euronext, 2002)¹¹. Le nouveau marché s'adresse en priorité aux entreprises qui ont un projet de développement à financer et qui souhaitent bénéficier du marché boursier pour accélérer leur croissance. Le projet peut être un développement à l'export, une augmentation de la capacité de production, un investissement en recherche développement, un développement commercial, une politique de croissance externe, une diversification, etc. Dans ce contexte, le nouveau marché est naturellement dédié aux sociétés de croissance et la très grande majorité d'entre elles relèvent des TMT, y incluses les sociétés Internet.

Naturellement, la comparaison avec le NASDAQ, même si elle n'est que de principe en termes de taille et de capitalisation boursière est intéressante du fait des caractéristiques des entreprises et des opérations réalisées. La similitude du phénomène d'engouement et de crise n'est pas seule à plaider en la faveur d'un tel rapprochement : l'étude de F. Champarnaud et

¹¹ Il est expressément précisé que « le nouveau marché a la capacité d'accueillir des entreprises bénéficiaires, comme des entreprises qui n'ont pas atteint leur niveau de profitabilité (...) il est ouvert aux jeunes sociétés, mais également aux entreprises qui présentent un plan de développement ambitieux » (source : « Le fonctionnement du nouveau marché - Pourquoi et comment être côté », p. 4, document Euronext en ligne, http://www.bourse-de-paris.fr/nm/fr/org/brochure_COTENM.pdf, format Acrobat® Reader).

C. Romey (2000, p. 88) conclue ainsi, à partir d'une estimation statistique des volatilités des valeurs technologiques, que « l'on retrouve les mêmes hiérarchies lorsque l'on compare, en France comme au plan international, les indices de blue-chips à ceux des nouveaux marchés de valeurs de croissance ».

2.2.3 La composition des échantillons

Deux échantillons de données ont été constitués. Le premier est celui des valeurs Internet telles qu'elles ont été décrites *supra*. Il comprend 16 sociétés, pour lesquelles il a été possible d'obtenir l'intégralité des informations. Le second est celui de l'échantillon témoin, constitué de 31 sociétés¹². Ce dernier, pour respecter l'homogénéité de l'ensemble des données a été également sélectionné parmi les valeurs technologiques, introduites sur le nouveau marché. Il se distingue du premier par plusieurs caractéristiques :

- d'abord, il est composé d'entreprises qui existeraient vraisemblablement indépendamment de l'existence d'Internet. La plupart du temps, le web n'a constitué pour ces dernières qu'un des moyens d'action commerciale, le vecteur de leur croissance étant lié à la maîtrise d'un facteur technologique propre ;
- ensuite, on constate globalement que ces sociétés sont souvent plus anciennes que celles de l'Internet et ont attendu plus longtemps pour s'introduire sur le nouveau marché (cf. tableaux 2 et 3, *infra*) ;
- enfin, force est de constater que le nouveau marché est essentiellement constitué de valeurs TMT, ce qui réduit de fait la variété de l'échantillon.

A la différence des entreprises du groupe témoin, les sociétés Internet se distinguent par la caractéristique commune d'exister principalement, sinon uniquement grâce au web. Elles sont également utilisatrices de nouvelles technologies, mais en soi ne sont généralement pas créatrices de technologie : rares sont celles dont l'existence est liée à un produit (telle Olitec), quand elles ne sont pas déjà attachées à un groupe puissant (Alcatel). Elles s'apparentent généralement plutôt à des prestataires de services immatériels, ce qui peut expliquer leur fragilité et également les faibles barrières capitalistique et technologique à l'entrée¹³.

Les sociétés Internet présentent aussi des caractéristiques financières spécifiques. Ainsi, lors de l'introduction de Neurons sur le nouveau marché, un comparatif a été établi entre deux échantillons, l'un composé de valeurs SSII, l'autre de valeurs Internet. La moyenne du premier échantillon fait apparaître pour la deuxième quinzaine d'avril 2000, un PER égal à 45,71 et 36,66 pour celle d'avril 2001. La moyenne du second échantillon (valeurs Internet) fait apparaître pour les mêmes périodes, des PER de 283,97 et 154,50¹⁴. Cette disproportion est d'autant plus intéressante à relever qu'elle peut expliquer le sentiment *a posteriori* des investisseurs d'avoir été floués sur la réalité des valeurs Internet. Elle nous incite d'autant plus à nous interroger sur les comportement réels des propriétaires et capital-risqueurs à la date d'introduction en bourse.

¹² La liste des sociétés est donnée en annexe.

¹³ Nous laisserons de côté les places de marché technologiques, qui à notre connaissance sont peu développées en Europe.

¹⁴ Source : COB, prospectus détaillé d'introduction en bourse, année 2000, pp. 8-9

2.3 Méthodologie d'analyse mise en oeuvre

Notre travail étant essentiellement tourné vers la mise en évidence de caractéristiques propres aux entreprises Internet, une grande partie du travail revient à comparer les deux échantillons, Internet et Témoin. Pour ce faire, nous utilisons essentiellement deux indicateurs : la moyenne arithmétique et la médiane. Pour chacune des caractéristiques suivantes : âge, levée, multiple, chiffre d'affaires, résultat, capitalisation, présence de capital-risqueurs et mise en vente d'actions anciennes à l'occasion de l'introduction en Bourse, nous testons deux hypothèses : égalité des moyennes et égalité des médianes. Les tableaux de présentation des tests font ainsi, apparaître :

- les moyennes et médianes pour chaque groupe ;
- pour le test de l'égalité des moyennes : la valeur de la statistique t, ainsi que la probabilité associée pour le test de l'égalité des moyennes ;
- pour le test de l'égalité des médianes : la valeur de la statistique U ainsi que la probabilité associée pour le test de l'égalité des médianes. Il s'agit des probabilités d'observer sur échantillons un écart supérieur à l'écart observé si l'hypothèse retenue - l'égalité entre les moyennes - est vraie.

Afin de dépasser le stade d'une étude purement descriptive, nous tentons par ailleurs, d'introduire des facteurs explicatifs du comportement des managers et capital-risqueurs lors de l'introduction en bourse. Pour cela, nous procédons à une analyse des causes à l'aide du modèle de régression logistique. Le modèle permet de mettre en évidence les variables explicatives de la vente d'actions par les actionnaires anciens à la date de l'introduction. Précisons que nous avons dû choisir cette technique de préférence à l'analyse discriminante, en raison de l'existence de deux variables explicatives discrètes : l'appartenance au secteur Internet et la présence de capital risque (voir *infra*). La variable expliquée prend la valeur 1 si l'hypothèse H_0 est vérifiée, 0 dans le cas contraire.

De manière générale, le standard en matière de comparaison de moyennes et de médiane consiste à retenir un seuil de signification de 0,05. Aussi si ce standard est retenu, l'interprétation des résultats est la suivante : quand la probabilité affichée dans le tableau de présentation du test est supérieure à 0,05, l'hypothèse testée à savoir les moyennes (les médianes) sont égales est acceptée au seuil retenu. Quand la probabilité affichée dans le tableau de présentation du test est inférieure à 0,05, l'hypothèse testée, à savoir les moyennes (les médianes) sont égales, est rejetée. A l'instar de T. Wonnacott et T. Wonnacot (1991, p. 343 et ss.), nous sommes cependant enclins à penser que ce seuil de 5 % apparaît arbitraire et dépend beaucoup du contexte de l'étude. Un seuil de 5 % peut être par exemple, bien trop élevé s'il s'agit de mesurer un objectif de qualité. En revanche, dans le cadre de la présente étude, un calcul de moyenne sur des valeurs boursières ou du résultat demeure sujet aux aléas, d'une part des méthodes comptables employées, d'autre part à la période de la mesure. Les valeurs en tant que telles étant elles-mêmes sujettes à des écarts, il s'agit de relativiser l'interprétation du test. Nous laissons ainsi au lecteur, le soin d'affirmer son propre jugement sur l'hypothèse testée H_0 .

3 Quel intérêt les sociétés Internet trouvent-elles à s'introduire en bourse ?

Bien que fondamentale, la question de savoir pourquoi les firmes mettent leurs actions sur le marché financier ne constitue pas un objet d'études très approfondi, le postulat de base étant qu'elles recherchent tout simplement à financer une étape de leur croissance. Pourtant, certaines grandes sociétés demeurent encore privées, malgré l'importance de leur capital (UPS, Bechtel...), ce qui indique une limite à ce postulat. Nous nous proposons donc d'exposer dans un premier temps, les résultats de travaux récents sur cette question, afin de poser un cadre général de réflexion ; puis, dans un second temps, nous nous demanderons pourquoi, les entreprises Internet vont plus tôt sur le marché, comparativement aux autres.

3.1 Pourquoi les entreprises introduisent-elles leurs actions sur le marché boursier ?

Le travail de recherche empirique très approfondi de M. Pagano, F. Panetta et L. Zingales (1998) mené sur le marché italien apporte quelques réponses à cette question, en réalité complexe. Bien que la bourse italienne soit relativement peu importante, elle est toutefois assez représentative des marchés financiers en Europe et à ce titre, les conclusions de l'étude peuvent être considérées comme applicables au marché français. Ces auteurs (*ibid.*, pp. 28-29) identifient d'abord deux raisons principales à l'introduction en bourse :

- la première est l'augmentation significative de la valeur de l'action lors de l'introduction, liée aux perspectives de croissance et/ou aux anticipations des investisseurs sur les perspectives du marché ;
- la seconde est la taille de l'entreprise. Plus grande est la société, plus grandes sont ses chances d'aller sur le marché.

Ils constatent également que le fait d'être ou non une filiale de grand groupe n'est pas déterminant. Ainsi, une société indépendante sera plus tentée d'ouvrir son capital, si ses investissements ont été très importants, si son activité économique a engendré des résultats anormalement élevés et si, par ce moyen, elle peut réduire son ratio d'endettement. Accessoirement, les mêmes auteurs notent que l'introduction en bourse entraîne une diminution du coût de la dette, ce qui constitue selon eux, une observation inédite (1998, p. 29). Enfin, à l'instar d'autres chercheurs (F. Degeorge et R. Zeckhauser, 1993 ; A. Jain et O. Kini, 1994 ; W. Mikkelson, M. Megan Partch et K. Shah, 1995), ils constatent également une baisse de la rentabilité des entreprises, ainsi qu'une diminution des investissements et du levier financier dans les années proches suivant l'introduction (*ibid.*).

S'agissant de la première cause d'introduction en bourse invoquée par M. Pagano, F. Panetta et L. Zingales (1998), on constate effectivement à la lecture du tableau 1, des valeurs de multiples élevés en moyenne pour les deux échantillons. Ces multiples sont d'autant plus élevés, au regard des autres secteurs, que celui des TMT a connu et continue de connaître de nombreuses opérations de rapprochements. Une valorisation élevée facilite ces opérations dans la mesure où elles prennent souvent la forme d'échange de titres¹⁵. Si le montant des capitaux levés et les multiples semblent plus importants pour les sociétés Internet, les

¹⁵ Et contribue parallèlement à l'effet de « bulle spéculative » constaté sur les marchés de la nouvelle économie.

différences ne sont cependant pas statistiquement significatives, tant sur la moyenne que sur la médiane. Ce phénomène est dû à la très forte dispersion des échantillons. Par ailleurs, le groupe Internet appartient lui-même à la haute technologie : les valeurs de ce secteur ont donc été vendues au marché comme des valeurs TMT et ont bénéficié – avec peut-être, un léger avantage – de l’effet d’entraînement¹⁶.

| | Groupe Internet | Groupe Témoin | Test sur la différence entre moyennes ⁽¹⁾ | |
|--------------------------------|-----------------|---------------|--|-------------|
| | | | Valeur | Probabilité |
| Levée moyenne ⁽²⁾ | 39,31 | 22,68 | 1,563 | 0,125 |
| Levée médiane ⁽²⁾ | 21,75 | 16,01 | 1,077 | 0,281 |
| Multiple moyen ⁽³⁾ | 31,89 | 20,66 | 1,719 | 0,092 |
| Multiple médian ⁽³⁾ | 23,55 | 13,93 | 1,537 | 0,124 |

⁽¹⁾Test de la différence de moyennes pour les moyennes arithmétiques et test de Wilcoxon/Mann-Whitney pour la différence de médianes.

⁽²⁾Valeurs en millions d’euros.

⁽³⁾Ratio prix d’émission sur quote-part d’actif net comptable par action avant l’introduction.

Tableau 1 : montant des capitaux levés (en millions d’euros) et multiples pour les deux échantillons

S’agissant de la taille et l’âge, qui sont généralement corrélés, ces facteurs sont certainement moins explicatifs pour au moins deux raisons :

- la première est la nature du nouveau marché, consacré par définition aux entreprises jeunes, en croissance et à la recherche d’une surface financière ;
- la seconde est le caractère atypique du marché lié à la nouvelle économie, dans lequel les parts de marché conquises constituent vraisemblablement une prime pour les premiers entrants. Ce second point, comme nous l’avons déjà souligné est probablement plus sensible encore, concernant les sociétés Internet. Il apparaît intéressant à ce titre, d’étudier de manière plus fine les différences possibles entre les deux échantillons de sociétés.

3.2 Les spécificités des entreprises Internet

Une première caractéristique est qu’elles sont à la fois plus jeunes, et qu’elles s’introduisent plus tôt que les autres valeurs TMT sur le marché boursier (cf. tableaux 2 et 3).

| Age des sociétés au 31/12/01 | Groupe Internet | Groupe Témoin | Test sur la différence entre moyennes ⁽¹⁾ | |
|------------------------------|-----------------|---------------|--|-------------|
| | | | Valeur | Probabilité |
| Moyenne | 2 692 | 3 766 | 1,701 | 0,096 |
| Médiane | 2 031 | 3 224 | 1,566 | 0,117 |

Tableau 2 : âge moyen des sociétés au 31/12/01 (en jours)

¹⁶ A moins, d’ailleurs, que ce n’ait été l’inverse.

| Age des sociétés à la date de l'introduction | Groupe Internet | Groupe Témoin | Test sur la différence entre moyennes ⁽¹⁾ | |
|--|-----------------|---------------|--|-------------|
| | | | Valeur | Probabilité |
| Moyenne | 2 091 | 3 056 | 1,68 | 0,0996 |
| Médiane | 1482 | 2513 | 1,78 | 0,0743 |

⁽¹⁾ Test de la différence de moyennes pour les moyennes arithmétiques et test de Wilcoxon/Mann-Whitney pour la différence de médianes.

Tableau 3 : âge moyen à la date de l'introduction (en jours)

Il s'agit là selon nous, d'un élément distinctif fort dans la stratégie des entreprises Internet. Il est probable que dans les premiers temps de ce que l'on appelle « l'e-économie », les barrières étaient plus basses encore que pour les TMT, compte tenu de la jeunesse des marchés et surtout du caractère plus immatériel de l'Internet. On peut supposer que les entreprises ont donc été puissamment incitées à prendre position le plus tôt possible, afin d'élever des barrières en acquérant une compétence technique et surtout, en conquérant rapidement des parts de marché.

Une seconde caractéristique est leurs performances moindres à l'introduction, comparativement à celles des valeurs TMT. Cela est particulièrement vrai, s'agissant du résultat négatif en moyenne et présentant une valeur médiane extrêmement faible, comme le montre le tableau 4 :

| Valeurs (en millions d') | Groupe Internet | Groupe Témoin | Test sur la différence entre moyennes ⁽¹⁾ | |
|---------------------------|-----------------|---------------|--|-------------|
| | | | Valeur | Probabilité |
| CA moyen | 11, 403 | 23,333 | 1,097 | 0,278 |
| CA médian | 7,737 | 11,687 | 1,470 | 0,141 |
| Résultat moyen | -1,858 | 0,639 | 2,098 | 0,041 |
| Résultat médian | 0,066 | 1,044 | 1,503 | 0,012 |
| Capitalisation moyenne | 11,396 | 5,139 | 1,126 | 0,212 |
| Capitalisation médiane | 2,784 | 4,677 | 0,617 | 0,537 |

⁽¹⁾ Test de la différence de moyennes pour les moyennes arithmétiques et test de Wilcoxon/Mann-Whitney pour la différence de médianes.

Tableau 4 : comparaison des tailles de sociétés en termes de chiffre d'affaires, de résultats et de capitalisation

Cette caractéristique peut s'expliquer assez rationnellement du fait de la jeunesse de ces sociétés, comparativement à celle des valeurs TMT. S'agissant de la capitalisation moyenne (et du chiffre d'affaires, dans une moindre mesure), elle semble supérieure à celle du groupe témoin, mais le test n'est guère significatif, même à un seuil critique de 10 %. De plus, la moyenne des sociétés Internet est tirée vers le haut par une seule société (Self Trade¹⁷) dont les performances sont atypiques. S'il s'agissait d'interpréter cet écart, toutefois, une explication est envisageable eu égard à la présence de capital-risqueurs. Si les tests ne

¹⁷ Self Trade est une société de courtiers en ligne. Les fonds levés ont été de 112 millions d'euros à l'introduction. Cette dernière a été suivie de pertes impressionnantes l'année suivante : 77 millions d'euros. On peut légitimement s'interroger sur les mobiles de cette opération dont les conséquences ont été lourdes pour les actionnaires.

montrent pas de différence quant à la présence ou non de ces derniers dans le capital des sociétés des deux groupes, comme le montre le tableau 5, il est permis de penser que leur contribution totale aux capitaux propres s'est révélée plus importante pour les sociétés Internet, que les sociétés TMT¹⁸.

| Présence de capital risqueurs | Groupe Internet | Groupe Témoin | Test sur la différence entre moyennes ⁽¹⁾ | |
|-------------------------------|-----------------|---------------|--|-------------|
| | | | Valeur | Probabilité |
| Moyenne | 0,666 | 0,581 | 0,700 | 0,487 |
| Médiane | 1 | 1 | 0,460 | 0,645 |

⁽¹⁾ Test de la différence de moyennes pour les moyennes arithmétiques et test de Wilcoxon/Mann-Whitney pour la différence de médianes.

Tableau 5 : présence de capital-risqueurs dans les sociétés TMT et Internet

Quoiqu'il en soit, l'importance des capitaux investis en très peu de temps dans les sociétés Internet ne laisse pas de s'interroger sur les motivations des investisseurs : ont-ils réellement anticipé des profits importants liés au secteur et à sa rentabilité ? Ou peut-on, à l'instar de F. Champarnaud et C. Romey (2000, p. 92) se demander, si les raisons ne tiennent pas plus à un désir d'enrichissement des dirigeants plus qu'au financement du développement ? Ils notent ainsi, que « la volonté de certains dirigeants de revendre rapidement la part détenue dans leur société peut les amener à des conditions de « dumping ». *C'est plus facile dans le cas des sociétés Internet dont les modèles de développement commercial sont incertains et instables*¹⁹ » (ibid.).

4 Quelles sont les motivations des managers et capital-risqueurs ayant investi dans les sociétés Internet ?

La question de fond qui se pose est de savoir, si les managers et capital-risqueurs ont véritablement eu un comportement opportuniste lors de l'introduction en bourse des titres. Cette interrogation soulève cependant deux difficultés : la première est de savoir ce que l'on peut entendre par « comportement opportuniste » ; la seconde est de démontrer l'intention délibérée de réaliser un profit « anormal ».

4.1 La cession d'actions relève-t-elle d'un comportement opportuniste ?

Qu'entend-on par comportement opportuniste de la part des actionnaires initiaux ? Cette question doit être précisée, car l'opportunisme est par définition consubstantiel de l'introduction en bourse : les actionnaires ont logiquement intérêt à introduire leurs titres aux cours les plus hauts. Nous entendons donc, par comportement opportuniste, le fait pour un actionnaire de céder une partie de sa participation à l'occasion d'une introduction en Bourse.

¹⁸ La présence des capital-risqueurs est quasiment identique en proportion, mais l'étude de quelques entreprises montre que leur contribution aux fonds propres s'est avérée plus importante pour les sociétés Internet que pour les sociétés du groupe témoin. C'est probablement ce facteur qui a permis aux sociétés Internet d'atteindre une capitalisation élevée avant introduction, alors même que la rentabilité était faible (cet examen n'a pu être mené de manière exhaustive à la date de l'étude, mais semble implicitement corroboré).

¹⁹ Souligné par nous.

De fait, la cession d'actions anciennes se traduit naturellement par un transfert d'une partie des fonds investis par les nouveaux actionnaires vers les actionnaires anciens et non pas vers la trésorerie de la société introduite. On relèvera que cette cession apparaît dans l'absolu, contradictoire avec l'objectif d'une introduction qui est le développement de l'entreprise par l'apport de capitaux afin de financer l'investissement et soutenir la croissance. C'est certainement pour cette raison, que la réglementation en matière d'introduction impose sagement l'engagement des actionnaires dirigeants de conserver à compter de la date d'introduction, soit 80 % des titres pendant une période d'un an, soit 100 % des titres pendant une période de six mois. On note aussi qu'un grand nombre d'introductions sont garanties par des pactes d'actionnaires, ce qui constitue une forme d'autorégulation. Par conséquent, la question se pose uniquement, de savoir si les sociétés Internet ont donné lieu *plus fréquemment* que les autres à des cessions d'actions anciennes au moment de l'introduction.

Au-delà de cette interrogation, le fait que cette cession intervienne à la date d'introduction pourrait aussi traduire la volonté de réaliser immédiatement une plus-value sur une société dont l'avenir est plus qu'incertain (on pense notamment à des sociétés telles que Liberty Surf et peut-être Self Trade). Mais, ce second point est de nature différente. Vendre des actions anciennes conduit simplement à réduire les fonds mis à la disposition de la société et peut être aisément constaté. Considérer que cette vente intervient à la date d'introduction parce qu'il y a une anticipation de baisse future des cours constitue en revanche, une interprétation dont la vérification est problématique. Dans l'absolu, il peut cependant paraître paradoxal, notamment aux yeux des investisseurs nouveaux, que soit cédée une participation ancienne dans une société, tout en encourageant de nouveaux actionnaires d'y entrer. Même si, les nouveaux investisseurs sont *a priori* moins capables d'évaluer le potentiel réel de la société que les actionnaires initiaux, ils devraient logiquement se méfier d'un tel comportement²⁰. La seule explication concevable pour justifier une telle opération serait que les actionnaires initiaux recherchent, en cédant une partie de leurs actions, à diversifier leur richesse massivement engagée dans la société qu'ils gèrent. Mais, cette situation ne préjuge alors plus d'un calcul de nature purement spéculative et ne repose plus forcément sur une anticipation négative des résultats futurs de la société. Cette question peut donc être écartée.

La seule question dont nous débattons est la première posée : quels arguments peuvent justifier le comportement opportuniste consistant à vendre ses actions à l'introduction, pour empocher une plus-value sur la valeur des titres ? Une réponse nous est donnée par les prospectus d'introduction : ceux-ci font état du fait que les sociétés introduites entendent ne pas distribuer de dividendes dans les années qui suivent l'introduction. Ce faisant, le message suivant est implicitement envoyé : « la rémunération de l'investissement en actions prendra la forme de plus-values à la date de revente des actions ». Les actionnaires initiaux ne feraient donc ici, qu'anticiper le comportement attendu des nouveaux actionnaires. Cela a-t-il été plus souvent le cas des sociétés Internet ?

4.2 Les actionnaires initiaux des sociétés Internet sont-ils plus opportunistes que les autres ?

Afin de répondre à cette question, il convient de considérer les faits. Aussi, dans un premier temps, nous nous proposons de mesurer la fréquence des ventes par un comparatif avec le

²⁰ On peut souligner par ailleurs, que les notices d'introduction rédigées pour la COB sont toujours accompagnées d'un avis de cette dernière, qui est généralement très explicite sur la situation de la société, sa valeur et ses perspectives aussi bien en termes de rentabilité, que de dividendes.

groupe témoin. Puis dans un second temps, nous essayons de dégager des variables explicatives au comportement des actionnaires anciens.

4.2.1 *Un premier constat : il n'y a pas plus de cession de valeurs Internet que d'autres valeurs*

P. Schultz et M. Zaman (2001) les premiers, font ce constat : les actionnaires de sociétés Internet ne vendent pas plus d'actions à l'introduction, que ne le font ceux d'autres entreprises. Ils expliquent ce phénomène par deux raisons :

- la première est que les actionnaires investissent *a priori* dans le long terme, estimant que la valeur de leurs actifs est encore faible par rapport à celle qu'elles aura dans le futur. Fondamentalement, les actions Internet et plus généralement celles de la nouvelle économie sont des placement de *long terme* ; ce dernier point constituant une des conclusions soutenues par F. Champarnaud et C. Romey (2000, p. 90) ;
- la seconde raison est psychologique et se fonde sur un constat largement démontré par les études empiriques (C. Camerer et D. Lovallo, 1999) ; à savoir, la surévaluation par les investisseurs, de leurs capacités personnelles à réussir leur entreprise.

Notre étude (cf. tableau 6) montre également, que la proportion de sociétés mettant en vente des actions anciennes au sein du groupe Internet est globalement moins fréquente que celle des autres entreprises du secteur TMT :

| Proportion des sociétés ayant mis en vente des actions anciennes | Groupe Internet | Groupe Témoin | Test sur la différence entre moyennes ⁽¹⁾ | |
|--|-----------------|---------------|--|-------------|
| | | | Valeur | Probabilité |
| Moyenne | 0,250 | 0,677 | 2,979 | 0,004 |
| Médiane | 0,000 | 1,000 | 2,368 | 0,018 |

⁽¹⁾ Test de la différence de moyennes pour les moyennes arithmétiques et test de Wilcoxon/Mann-Whitney pour la différence de médianes.

Tableau 6 : proportion des sociétés mettant en vente des actions anciennes à la date de l'introduction

Les tests montrent clairement qu'il n'y a pas d'opportunisme en comparaison des sociétés du groupe témoin de la part des introducteurs des sociétés Internet et même que les actionnaires des sociétés Internet seraient en moyenne moins opportunistes que ceux des valeurs TMT²¹. Ce résultat, qui peut paraître surprenant nécessite d'être expliqué.

4.2.2 *Une analyse des causes de la cession des actions anciennes*

L'analyse des causes est réalisée à l'aide du modèle de régression logistique. Le modèle permet d'étudier les variables explicatives de la vente d'actions par les actionnaires anciens à la date de l'introduction. La variable expliquée est la vente d'actions anciennes à la date de l'introduction. Elle prend la valeur 1 si une fraction d'actions anciennes a été vendue à la date de l'introduction et 0 dans le cas contraire.

²¹ Et encore avons-nous exclu IPSOS de l'échantillon, dont l'âge était nettement plus ancien et le capital à la fois plus important et structuré.

Quelles variables explicatives inclure dans la régression ? Dans une première approche, nous en avons choisi trois : l'âge à la date de l'introduction, la présence de capital-risqueurs au sein du capital de l'entreprise à la date de l'introduction et l'appartenance au secteur internet. Pour ces trois variables on peut s'attendre à des coefficients positifs dans la régression, car ces facteurs sont censés avoir *a priori* une incidence positive sur la vente d'actions anciennes à la date de l'ouverture. De fait, on peut penser qu'une des justifications de l'introduction en Bourse est de permettre aux associés fondateurs de l'entreprise de récupérer sous la forme d'espèces, une partie des fonds qu'ils ont investi à l'origine, en empochant au passage, une plus-value sur les titres. Cet objectif peut être plus marqué encore pour les capital-risqueurs qui ont investi dans l'entreprise, essentiellement dans cette perspective. Aussi peut-on penser qu'une attente longue et que la présence de capital-risqueurs constituent des indicateurs positifs de la vente d'actions anciennes à la date de l'introduction. Pour ce qui concerne l'appartenance au secteur Internet, nous ne faisons que reprendre ici un thème présent dans la presse financière, depuis l'amorce de la bulle internet. Les résultats de la régression sont résumés dans le tableau 7 :

| Variable | Coefficient | Ecart type | z | Probabilité |
|----------------------------|-------------|------------|---------|-------------|
| C | -0,7143 | 0,7628 | -0,9364 | 0,3491 |
| INTERNET | -1,8079 | 0,7455 | -2,4250 | 0,0153 |
| AGE | 0,0004 | 0,0002 | 1,6839 | 0,0922 |
| RISQCAP | 0,8257 | 0,7012 | 1,1776 | 0,2390 |
| Probabilité (LR) | 0,004305 | | | |
| R ² (Mc Fadden) | 0,202557 | | | |

Tableau 7 : résultats de la régression logistique sur les variables âge à la date de l'introduction (AGE), la présence de capital-risqueurs au sein du capital de l'entreprise à la date de l'introduction (RISQCAP) et l'appartenance au secteur Internet (INTERNET), le facteur C désigne une constante

Sont repris dans ce tableau :

- les coefficients associés aux variables explicatives,
- leur écart-type,
- la statistique z construite sous l'hypothèse que le coefficient est nul,
- la probabilité associée à la statistique z : il s'agit de la probabilité d'obtenir sur l'échantillon, un coefficient supérieur au coefficient calculé, si l'hypothèse retenue - le coefficient est nul - est vraie²²,
- la probabilité que les coefficients soient tous nuls, notée Probabilité (LR),
- un indicateur d'interprétation, identique au R² d'une régression linéaire, noté R² (Mc Fadden)²³.

Comme on peut le constater, l'âge à l'introduction et la présence de capital risqueurs se voient associés des coefficients positifs dans la régression. En revanche un coefficient négatif est

²² En utilisant un seuil de signification de 0,05, l'interprétation de cette probabilité est la suivante : quand la probabilité affichée dans le tableau de présentation du test est supérieure à 0,05, l'hypothèse testée à savoir - le coefficient est nul - est acceptée au seuil choisi ; dans le cas contraire, elle est rejetée. A nouveau, nous laissons cependant le lecteur libre d'interpréter ces données en fonction d'une probabilité critique.

²³ Cf. à ce sujet J. Neter, M. Kutner, C. Nachtsheim et W. Wasserman, 1996, chapitre 14 ; A. Thomas, 2000, chapitre 3.

associé à l'appartenance au secteur internet. Sont donc enclins à céder des actions anciennes, les actionnaires au sein desquels figurent des capital risqueurs, de sociétés n'appartenant pas au secteur Internet et plutôt âgées à la date de l'introduction. Comment interpréter ces résultats au regard de notre problématique ?

En première approche, on peut évoquer le problème général de la rémunération des actionnaires. La majorité des sociétés de l'échantillon n'a pas distribué de dividendes au cours des années précédant l'introduction, soit par nécessité - absence de bénéfices - soit par choix, la priorité étant de financer les investissements. On peut alors comprendre, que la persistance de cette situation puisse s'avérer pesante pour les actionnaires capital-risqueurs. Ces derniers peuvent donc être incités, lors de l'introduction en Bourse, à obtenir sous la forme de plus-values, le revenu que la société n'a pu leur offrir sous la forme de dividendes.

Pour ce qui concerne plus spécifiquement le secteur Internet, une seconde explication est possible : les sociétés Internet se sont introduites à un âge plus précoce que les sociétés du groupe témoin. Or, rappelons que notre étude porte sur la période de l'euphorie Internet. Il est donc permis de penser qu'à la date de l'introduction, ni les actionnaires ordinaires, ni les capital-risqueurs n'étaient capables d'évaluer précisément le potentiel économique de la société. Cette faible lisibilité a pu les encourager à conserver leur participation dans les sociétés introduites, en espérant que les revenus futurs seraient à la hauteur de leur attente.

Nous avons ensuite tenté d'enrichir l'analyse en faisant intervenir comme variables explicatives d'autres éléments : le rapport fonds levés/niveau de capitaux propres avant l'introduction, le multiple à l'introduction et enfin, la rentabilité financière à la date de l'introduction. Pour le rapport fonds levés/niveau des capitaux propres avant l'introduction, on pouvait s'attendre à un signe positif du coefficient associé à cette variable dans la régression logistique : vendre des actions anciennes prive de fait l'entreprise de ressources nouvelles et il est donc permis de penser que plus ce rapport avant l'introduction est élevé, plus l'entreprise peut supporter cette privation (toutes choses étant égales par ailleurs). Mais, à l'épreuve du test, il s'avère que le rapport fonds levés/ niveau des capitaux propres et le multiple sont très fortement corrélés, ce qui nous a conduit à ne conserver que le multiple.

S'agissant de la rentabilité financière, on peut s'attendre à un signe négatif du coefficient associé : *a priori*, plus cette dernière est forte, plus les actionnaires sont enclins à conserver leurs actions. Pour les multiples, les deux signes opposés sont concevables : dans une interprétation en termes d'effet d'aubaine, un multiple élevé pourrait encourager les actionnaires anciens à vendre et de manière opposée, si un multiple élevé est le signe d'une anticipation de croissance forte, il peut être associé à un désir de conservation de la part des actionnaires anciens.

Les résultats de la régression sont résumés dans le tableau 8, ci-après :

| Variable | Coefficient | Ecart type | z | Probabilité |
|---------------------------|-------------|------------|-----------|-------------|
| C | 0,359782 | 1,01818 | 0,353358 | 0,7238 |
| INTERNET | -1,507348 | 0,770469 | -1,956402 | 0,0504 |
| AGE | 0,000329 | 0,000237 | 1,386119 | 0,1657 |
| RISQCAP | 0,514537 | 0,768205 | 0,669791 | 0,5030 |
| MULT | -0,037008 | 0,024373 | -1,518435 | 0,1289 |
| RENTFIN | 0,219082 | 0,478896 | 0,457473 | 0,6473 |
| | | | | |
| Probabilité (LR) | 0,004445 | | | |
| R ² (McFadden) | 0,262132 | | | |

Tableau 8 : résultats de la régression logistique sur les variables appartenance au secteur Internet (INTERNET), âge à la date de l'introduction (AGE), présence de capital-risqueurs au sein du capital de l'entreprise à la date de l'introduction (RISQCAP), multiple à l'introduction (MULT) et enfin, la rentabilité financière à la date de l'introduction (RENTFIN), le facteur C désigne une constante

Comme on peut le constater, les signes associés aux variables explicatives obtenus sont de signe contraire aux signes attendus. Comment expliquer ce paradoxe apparent ? S'agissant des multiples, ceux-ci étant un peu plus élevés en moyenne au sein du groupe Internet qu'au sein du groupe témoin, les managers auraient dus pourtant être incités à céder leurs actions anciennes. Il faut cependant tenir compte du contexte, lequel nous incite à relativiser l'analyse par les multiples. En effet, certaines prises de participation de capital-risqueurs au sein de sociétés Internet dans les mois précédant l'introduction sont intervenues à des niveaux de valorisation déjà considérables. Les valeurs auxquelles les sociétés du groupe Internet ont été introduites ont pu alors se révéler dans certains cas, insuffisantes au regard des attentes des capital-risqueurs. Ce dernier facteur aurait alors pu dissuader les capital-risqueurs de se désengager²⁴. Quant à la rentabilité financière, le signe positif associé indique qu'elle ne semble pas avoir freiné les actionnaires dans leur désir de céder des actions à la date de l'introduction. Il faut remarquer que les z associés à ces deux nouvelles variables explicatives sont faibles en valeur absolue. De fait, leur introduction dans la régression a fait baisser le z associé à l'âge.

Aux terme de ces investigations, il apparaît que deux variables explicatives apparaissent significatives pour comprendre la cause de la cession d'actions anciennes : l'appartenance au secteur Internet - dont l'influence est négative - et l'âge de l'entreprise à la date de l'introduction - dont l'influence est positive.

²⁴ Nous avons pu constater, à l'examen des notices, que certains capital-risqueurs ont payé extrêmement chers (plusieurs dizaine de fois la valeur mathématique de l'action), le droit de prendre des parts significatives des sociétés avant l'introduction. Il s'avère que le prix de l'action sur le marché a par la suite été inférieur au prix payé initialement. Sans qu'il soit besoin de les citer nommément, certains de nos grands patrons d'industrie nous semblent s'être quelque peu aventurés...

5 CONCLUSION

Une introduction en Bourse voit la rencontre d'intérêts qui peuvent être contradictoires. Les professionnels des marchés financiers savent que les actionnaires initiaux désireux d'introduire en Bourse la société qu'ils dirigent sont généralement tentés de choisir le meilleur moment pour réaliser cette introduction. C'est d'ailleurs pour cette raison que les établissements bancaires responsables de l'introduction ont tendance à encourager les actionnaires initiaux à choisir un niveau de prix d'introduction plutôt faible, comme le confirme le fait que, en règle générale, les titres introduits connaissent dans les jours qui suivent une appréciation de leurs cours boursiers.

Il est tout autant légitime que les investisseurs initiaux qui ont engagé le projet d'entreprise et qui s'y sont fortement impliqués soient tentés à la date de l'introduction de récupérer une partie de leur mise de fonds en cédant une fraction de leurs actions. Les sociétés de la nouvelle économie et en particulier les sociétés Internet, sont soupçonnées d'avoir été les instruments d'opérations douteuses conduisant à des surprofits pour les actionnaires anciens. Cette croyance s'appuie en grande partie sur l'image de réussite et d'enrichissement rapide des managers de ces sociétés, image largement relayée par les magazines économiques et à laquelle a succédé une baisse drastique des cours, voire de faillites retentissantes pour certaines sociétés. C'est évidemment oublier d'une part, que l'ensemble des valeurs boursières a baissé et d'autre part, que celles de la nouvelle économie étant associées à des entreprises de croissance, elles sont forcément plus sensibles en terme de risque. Il est de fait, très vraisemblable que les valeurs ont été surévaluées pour des raisons conjoncturelles et relativement objectives. En particulier, il est certain que les méthodes d'évaluation se sont révélées défaillantes.

Il était donc intéressant de s'interroger sur les motivations des managers et actionnaires anciens à s'introduire en bourse. Notre travail a permis d'examiner les comportements des actionnaires initiaux à la date de l'introduction sur un groupe d'entreprises liées à la nouvelle économie. Il apparaît, par comparaison avec le groupe témoin, que si les entreprises « Internet » sont majoritairement plus jeunes et s'introduisent plus tôt sur le marché financier, elles ne donnent pas lieu à plus de cessions (plutôt moins), malgré des multiples supérieurs en moyenne à ceux des entreprises du groupe témoin (pourtant déjà élevés). Nombre de raisons militent par ailleurs, dans le sens inverse de celui communément admis : dans le strict cadre de notre problématique, limitée à l'introduction en bourse, nous concluons qu'il n'y a majoritairement pas eu de comportement opportuniste de la part des associés dirigeants. Ce résultat intéressant, que l'on peut considérer comme préliminaire, reste cependant à être complété par une étude plus vaste, des opérations ayant affecté le capital des sociétés introduites sur le nouveau marché depuis 1999.

Références bibliographiques

Ouvrages et articles :

- M. Albouy, « A qui profitent les fusions-acquisitions ? », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre 2000, pp. 70-84.
- S. de Boissieu, *Le guide des valeurs technologiques*, Le journal des Finances, Paris, 2000, 394 p.
- C. Camerer et D. Lovo, « Overconfidence and Excess Entry : An Experimental Approach », *American Economic Review*, vol. 89, n° 1, march 1999, pp. 306-318.
- F. Champarnaud et C. Romey, « Nouvelle économie et protection de l'épargne », *Bulletin COB*, n° 350, octobre 2000, pp. 63-98.
- F. Degeorge et R. Zeckhauser, 1993, « The Reverse LBO decision and firm performance : Theory and evidence », *The Journal of Finance*, Cambridge, septembre 1993, vol. 48, n° 4, pp. 1323-1348.
- P. Desbrières et G. Broye, « Critères d'évaluation des investisseurs en capital : le cas français », *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol. 3, n° 3, septembre 2000, pp. 5-43.
- R. Fernholz, "Measuring the Size Factor In Equity Returns", *The Journal of Performance Measurement*, spring 2001, pp. 11-21.
- A. Gaudeul et B. Jullien, « E-Commerce, quelques éléments d'économie industrielle », *Revue économique*, vol. 52, numéro hors-série, octobre 2001, pp. 97-116.
- S. Greenstein, "Computers and the internet", *NBER Reporter*, fall 2000, pp. 15-17.
- U. Hege, "L'évaluation et le financement des start-up Internet", *Revue économique*, vol. 52, numéro hors-série, octobre 2001, pp. 291-312.
- B. Jacquillat et B. Solnik, *Marchés financiers*, Dunod, 3^{ème} édition, 1997, 395 p.
- A. Jain Bharat et O. Kini, "The post-issue operating performance of IPO firms", *The Journal of Finance*, Cambridge, décembre 1994, vol. 49, n° 5, pp. 1699-1726.
- J. Lerner, « Venture capitalists and the decision to go public », *Journal of Financial Economics*, n° 35, 1994, pp. 293-316.
- B. Maître et G. Aladjidi, *Les business models de la nouvelle économie*, Dunod, Paris, 1999, 233 p.
- W. Mikkelson, M. Megan Partch et K. Shah, "Ownership and operating performance of companies that go public", *Journal of Financial Economics*, vol. 44, n° 3, 1995, pp. 281-307.
- J. Morio, « Les actions préférées des gérants de fonds », *Le Monde*, 5/11/2001, p.11.
- J. Neter, M. Kutner, C. Nachtsheim et W. Wasserman, *Applied Linear Statistical Models*, McGraw-Hill, 1996, 1408 p.
- M. Pagano, F. Panetta et L. Zingales, « Why Do companies Go Public ? An Empirical Analysis », *The Journal of Finance*, vol. LIII, n° 1, feb. 1998, pp. 27-63.
- P. Schultz et M. Zaman, "Do the individuals closest to internet firms believe they are overvalued ?", *Journal of Financial Economics*, n° 59, 2001, pp. 347-381.
- A. Thomas, *Econométrie des variables qualitatives*, Dunod, 2000, 179 p.

T. Wonnacott et R. Wonnacott, *Statistique*, Economica, Gestion, 1991, 919 p.

Documents :

« Le fonctionnement du nouveau marché - Pourquoi et comment être coté », p. 4, document Euronext en ligne, http://www.bourse-de-paris.fr/nm/fr/org/brochure_COTENM.pdf, format Acrobat® Reader, 7 p.

Sites Internet :

www.cmf-france.org : Conseil des Marchés Financiers

www.cob.fr : Commission des Opérations de Bourse

www.bourse-de-paris.fr/fr/index_fs.htm?nc=5&ni=1&nom=bourse : Euronext

www.cob.fr/frset.asp?rbrq=sophie : Site Ouvert des Publications Historiques des Entreprises de la COB (base de données regroupant les principaux documents édités à l'occasion d'opérations menées par les entreprises sur les marchés financiers).

<http://finance.journaldunet.com/php/index.php?p=6&trimarche=IT> : site web financier consacré aux valeurs de l'internet.

<http://www.iosco.org/iosco.html> : site de l'OICV

Annexe : liste des sociétés utilisées pour l'étude

| <i>Entreprises TMT</i> | <i>Entreprises Internet</i> |
|------------------------|-----------------------------|
| Linedata | Bourse direct |
| Infotel | Hubwoo |
| Memscap | Keyrus |
| Millimages | Medcost |
| Net2s | Micropole |
| Neurones | Netgem |
| Pharmagest | Net Value |
| Qualiflow | Self Trade |
| Riber | SQLI |
| Risc | FIMATEX |
| Siticomp | Art Price |
| Soft comp | Cryonetworks |
| Tracing server | Au féminin |
| Ubiquis | Cyberdeck |
| Abel | Cybersearch |
| Bac | ACCESS |
| Call center | |
| Metrologic | |
| Phone systems | |
| Silicon (SOITEC) | |
| Coala | |
| Emme | |
| ESI | |
| BCI Navigation | |
| Dalet | |
| Wavecom | |
| Algoriel | |
| Cast | |
| Coheris | |
| Devoteam | |
| Rigifelx | |