

Bulle financière et introduction des sociétés Internet au Nouveau marché

Patrick BOISSELIER

Université de Lille 1

Dominique DUFOUR

Université de Nice

Classification JEL : M130, G320

Réception : 05/2003 ; *Acceptation* : 01/2007

Correspondance :

Email : patrick.boisselier@iae.univ-lille1.fr ;
dominique.dufour@cannes.unice.fr

Résumé : Les actions des sociétés de la « nouvelle économie » ont été valorisées, à l'époque de la bulle « Internet », à des niveaux remarquablement élevés. Cette étude tente de cerner le comportement des actionnaires initiaux, notamment ceux des sociétés Internet, au moment de l'introduction en bourse de leur société.

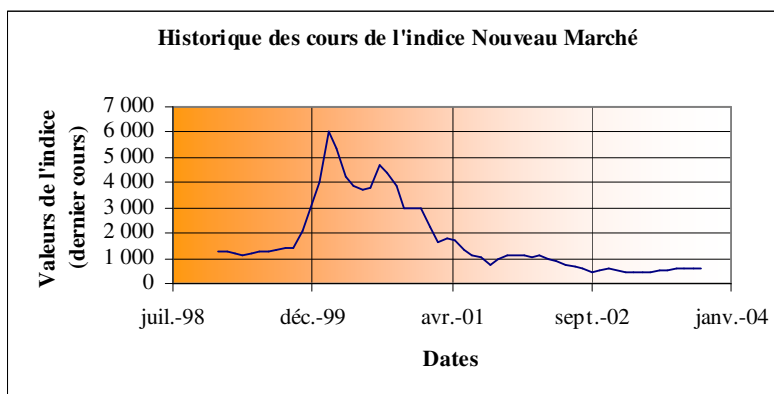
Mots clés : Internet – Nouveau marché – valeurs technologiques – nouvelle économie.

Abstract : Share value has strongly increased, and then badly decreased within a short period of time, mostly for the firms belonging to the “New Economy”. This paper attempts to complement the behavior of initial shareholders of Internet companies when the latter go public.

Key words : Internet – NASDAQ – TMT values – new economy.

Comme bien d'autres marchés à l'époque, sinon de manière amplifiée, les valeurs du Nouveau marché (NM) ont enregistré d'octobre 1999 à mars 2000 une progression spectaculaire, suivie d'un retournement plus graduel, mais inexorable. L'indice « Nouveau marché » est ainsi descendu de près de 6 000 points à la fin février 2000 pour ne plus significativement remonter par la suite, au-dessus de la barre des 1 000 points, seuil défini à la création du Nouveau marché (cf. figure 1).

Figure 1 – *Historique des cours de l'indice Nouveau marché de janvier 1999 à octobre 2003*



À travers l'évolution des cours constatés sur le Nouveau marché, se reflète à la fois l'enthousiasme, la déception, puis la crise de confiance dans les valeurs dites de « la nouvelle économie ». Ce phénomène a particulièrement été médiatisé s'agissant des sociétés Internet, dont la fortune a connu des pics extrêmes, certaines atteignant, au plus haut, des valeurs boursières cumulées supérieures à leurs concurrentes de l'ancienne économie : à titre d'exemple, la capitalisation d'*Amazon* aux États-Unis représentait, fin 1998, plus que la valeur de l'ensemble des distributeurs américains pour les mêmes produits. Cette extraordinaire progression s'est accompagnée d'une vague d'introductions au Nouveau marché, qui s'est rapidement tarie après les premiers signes de crise. Pour 52 sociétés introduites en 2000, on en compte 10 en 2001 et 2 en 2002 (Euronext, 2003). Sur ces sociétés, on en compte respectivement 20 en 2000, 4 en 2001 et aucune en 2002, recensées par le

« Journal du Net » comme relevant du secteur Internet. Certaines de ces sociétés n'avaient que quelques mois d'existence.

D'après Schultz et Zaman (2001), deux explications sont envisageables pour comprendre les raisons qui ont poussé les investisseurs à chercher des capitaux sur le marché boursier avec autant d'empressement. La première est que les managers ont tenté, au moment où cela s'y prêtait, de mettre à profit la hausse irraisonnée des valeurs sur les marchés financiers pour valoriser leurs propres actifs. La seconde est qu'ils voulaient être les premiers sur un marché offrant des perspectives de croissance rapide, mais dont les barrières étaient au départ, faibles à l'entrée, hypothèse que défend également Hege (2001). Ces deux explications ne sont d'ailleurs pas exclusives l'une de l'autre. 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, au regard des incertitudes pesant sur leur modèle économique et sur leur aptitude à utiliser correctement les fonds mis à leur disposition. On peut aussi se demander si, derrière ces introductions, il n'y a pas eu de volonté de la part des actionnaires initiaux de profiter d'un effet d'aubaine pour valoriser leurs actifs, voire réaliser des plus-values immédiates par des cessions de titres dans un contexte de surévaluation temporaire. Notre travail tente de confirmer – ou d'infirmer – ce point de vue dans le contexte français et, ainsi, apporter des éléments de compréhension du comportement des actionnaires initiaux des sociétés Internet.

Cette étude se décompose en quatre étapes. Dans une première section, nous présentons les différentes hypothèses suggérées par la revue de littérature. Dans une deuxième section, nous décrivons les caractéristiques propres au secteur Internet et nous justifions la constitution de nos échantillons, le choix des variables, ainsi que la méthodologie mise en œuvre. Dans une troisième section, nous testons les différentes hypothèses soulevées. Nous concluons et ouvrons des perspectives dans une dernière section.

1. L'introduction des sociétés Internet sur le Nouveau marché : contexte théorique et hypothèses

La question de savoir pourquoi les firmes mettent leurs actions sur le marché financier est extrêmement complexe et les avantages, comme

les inconvénients, liés à l'opération, sont trop divers pour que puisse être proposé un cadre théorique global d'explication. Parmi les modèles existants, nous nous proposons donc, d'abord, de préciser le contexte théorique dans lequel s'effectue une introduction en bourse en tenant compte des spécificités des sociétés Internet, puis nous chercherons ensuite à cerner le comportement des actionnaires initiaux de ces mêmes sociétés.

1.1. Contexte théorique de l'introduction en bourse et valorisation des sociétés Internet

Panetta et Zingales (1998, p. 37) présentent une synthèse relativement complète des différentes théories décrivant le contexte de l'introduction en bourse. Parmi les différents modèles mis en concurrence, on note les travaux de Ritter (1991, p. 23), montrant que le volume important d'introductions en bourse, lors de certaines périodes, peut être associé à la volonté de profiter de « fenêtres d'opportunité » (*opportunity windows*). On relève également le travail de recherche empirique de Pagano et *al.* (1998), mené sur le marché italien, qui met notamment en évidence les problèmes d'asymétrie d'information. Enfin, on peut ajouter à ces théories, l'hypothèse de comportement opportuniste qui sous-tendrait, de la part des actionnaires anciens, une manœuvre déloyale destinée à les enrichir au détriment des nouveaux investisseurs en mettant à profit un contexte particulièrement favorable.

1.1.1. L'existence de fenêtres d'opportunité

Dans les pas de Ritter (1991), Lerner (1994), Loughran et Ritter (1995), ainsi que Hoffmann-Buchardi (2001) suggèrent que la période influence fortement les attitudes des investisseurs, par l'existence de cycles plus ou moins favorables à l'introduction des sociétés sur le marché financier. Dans ce contexte, les années 1998-2000 constituent une période assez exceptionnelle, ouvrant grande une « fenêtre d'opportunité » pour les investisseurs. En effet, celle-ci correspond à une période de « suroptimisme » du marché qui s'est traduite par des rentabilités remarquablement élevées pour l'émetteur et une vague d'introductions en bourse (cf. *supra*), notamment sur le Nouveau marché.

Les sociétés du Nouveau marché et, plus particulièrement, celles du secteur Internet, ont-elles été pour autant surévaluées ? Même si la chute drastique des cours qui a suivi tendrait à le prouver, la démonstration n'est pas aisée à faire. En revanche, il est possible de mesurer si les sociétés Internet ont été plus ou moins (sur)valorisées par le marché comparativement aux autres. Sur ce point, Broye et Schatt (2003a, p. 33) montrent que les cessions d'actions des sociétés cotées sur le Nouveau marché sont plus sensibles aux opportunités de croissance que celles appartenant au Second marché, pour lesquelles l'état du marché prime sur les perspectives de croissance¹. Notre étude portant exclusivement sur les valeurs du Nouveau marché, ce constat suggère de comparer la valeur perçue par le marché sur la base des perspectives de croissance : une éventuelle survaleur des titres Internet par rapport aux autres pourrait ainsi être la traduction d'un effet « *dot.com* » (Cooper et al., 2001 ; cf. *infra*) en leur faveur. Cette hypothèse peut être testée sur la base des données du marché, postérieurement à l'introduction des titres. Elle peut être formulée de la manière suivante :

Hypothèse 1 : Les sociétés Internet ont été valorisées à des niveaux plus élevés que les autres sociétés cotées de la nouvelle économie.
--

Dans le cas où cette hypothèse serait validée et en supposant la condition de rationalité des actionnaires initiaux satisfaite, ces derniers auraient pu être incités à céder leurs actions à des prix proportionnellement plus élevés que ceux des autres sociétés au moment de l'introduction. Cela étant, il faut tenir compte du problème de la sous-évaluation du prix liée aux effets d'asymétrie d'information.

1.1.2. Le contexte théorique de l'asymétrie d'information

Panetta et Zingales (1998, p. 28-29) identifient principalement deux causes à l'introduction en bourse :

- la première est la recherche d'une 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 ;

¹ À l'heure actuelle, les premières pourraient *grosso modo* être assimilées aux sociétés cotées sur Alternext et les secondes à celles du Compartiment B de l'Eurolist, toutes choses étant égales par ailleurs.

– la seconde est la taille de l'entreprise : plus grande est la société, plus grandes sont ses chances d'aller sur le marché.

Accessoirement, ces mêmes auteurs (1998, p. 29) notent que l'introduction en bourse entraîne une diminution du coût de la dette, ce qui constitue selon eux, une observation inédite. Enfin, à l'instar d'autres travaux (Degeorge et Zeckhauser, 1993 ; Jain et Kini, 1994 ; Mikkelsen *et al.*, 1995), ils constatent une baisse de la profitabilité des entreprises, ainsi qu'une diminution des investissements et du levier financier dans les années proches suivant l'introduction. Toutefois, pour ce qui concerne le marché italien, Pagano *et al.* (1998, p. 60) estiment que tant la baisse de la profitabilité que celle des investissements est la conséquence de l'attitude des actionnaires initiaux, lesquels tireraient avantage d'un fort effet d'asymétrie d'information dans certains secteurs, pour bénéficier d'une augmentation significative de la valeur de l'action grâce à l'introduction.

S'agissant spécifiquement du secteur Internet, Schultz et Zaman (2001) n'apportent qu'une confirmation très réservée sur ce type de comportement. Pourtant, la jeunesse relative des sociétés introduites, le caractère souvent nouveau de leurs produits et/ou de leur marché, ainsi que l'immaturation des modèles d'évaluation se sont généralement accompagnés d'une grande incertitude quant à leur valeur et leurs perspectives et militent, par conséquent, en faveur de l'hypothèse d'une forte asymétrie d'information. L'Autorité des Marchés Financiers (AMF)² a d'ailleurs quasiment toujours fait part de ses réserves en matière d'évaluation sur les notices d'introduction.

Les premiers travaux privilégiant l'asymétrie informationnelle entre investisseurs et entreprises peuvent être imputés au problème de sélection contraire, les investisseurs étant incapables d'évaluer correctement la qualité de ces dernières à partir des informations disponibles. S'intégrant dans cette logique, les modèles proposés par Ibbotson (1975), Allen et Faulhaber (1989), Welch (1989), Grinblatt et Hwang (1989) reposent sur l'hypothèse, selon laquelle l'asymétrie informationnelle dominante est celle qui existe entre investisseurs et dirigeants. Ces derniers, détenant des informations privilégiées sur les perspectives de leur entreprise, préfèrent supporter une sous-évaluation à l'introduction, de manière à assurer le succès de cette dernière et éven-

tuellement profiter de conditions favorables lors d'émissions ultérieures.

Une autre catégorie d'asymétrie est celle initiée par Baron (1982) qui considère comme prépondérante, celle existant entre le banquier introducteur et la firme candidate. Ne disposant pas d'informations sur la demande du marché, les dirigeants vont chercher à déléguer au banquier la responsabilité de fixer le prix d'émission. Cette situation se traduit alors par une sous-évaluation, perçue comme le prix à payer en échange de ses services et sa connaissance du marché.

Enfin, le modèle de Rock (1986) postule une asymétrie d'information entre deux types d'investisseurs : les investisseurs informés qui disposent d'une information privilégiée sur la valeur de marché de l'entreprise candidate à l'introduction et les investisseurs non informés. Les premiers vont intervenir uniquement sur les émissions pour lesquelles ils font des anticipations de rentabilité élevée, sur la base d'une information privilégiée. Les investisseurs non informés, confrontés au phénomène de la « malédiction du vainqueur » sont alors doublement pénalisés. Ils se voient attribuer la totalité des titres surévalués, tandis que leur demande est fortement rationnée pour les titres sous-évalués, du fait de l'intervention massive des investisseurs informés sur ces opérations. Il en résulte également une sous-évaluation des titres lors de l'introduction, afin de maintenir tous les investisseurs présents sur le marché. Cet effet est confirmé par Chahine (2001, p. 52) sur la place de Paris. Ce dernier justifie le phénomène, soit par le manque de sociétés de qualité, soit par la surévaluation des firmes à l'introduction au cours des années 1999-2001.

S'agissant plus spécifiquement des actions des sociétés Internet, la littérature financière (Arosio et *al.*, 2000 ; DuCharme et *al.*, 2001a, 2001b) montre qu'elles ont généralement fait l'objet d'une sous-évaluation plus sévère que les titres d'autres secteurs. Plusieurs raisons concourent à cette situation : le désir d'émettre de nouvelles actions dans le futur³, le risque élevé attaché à ces sociétés qui impose des prix attractifs pour les investisseurs, la taille plus réduite, la volonté de

² À l'époque, il s'agissait de la Commission des Opérations de Bourse (COB). L'appellation actuelle, « Autorité des Marchés Financiers », sera privilégiée dans la suite de l'article.

³ Le fait que les actionnaires anciens aient tablé sur des émissions ultérieures d'actions ne pourra être testé, compte tenu du faible nombre d'émissions secondaires effectuées sur le Nouveau marché.

conserver le contrôle. Dès lors, il apparaît indispensable de tester l'hypothèse suivante, que nous formulerons ainsi :

Hypothèse 2 : L'offre de prix des actions au moment de l'introduction des sociétés Internet est plus fortement et significativement sous-évaluée que celles des autres sociétés.

L'asymétrie d'information peut aussi être amplifiée par des manœuvres destinées à tromper les tiers au moment de l'introduction. Nous nous proposons donc également d'étudier l'hypothèse de l'opportunisme, laquelle peut conduire à des distorsions dans l'évaluation des actions.

1.1.3. L'hypothèse de l'opportunisme

Le comportement opportuniste comme motivation à l'introduction en bourse constitue une hypothèse relativement marginale dans la littérature financière, mais elle ne peut être écartée. Il faut, cependant, en rappeler le cadre, avant d'évoquer les conditions dans lesquelles elle serait susceptible de s'appliquer, sachant que toutes les sociétés de l'échantillon sont en fait concernées, indistinctement de leur caractère Internet ou non. Le concept d'opportunisme, au cœur de la théorie des coûts de transaction, a lui-même été défini par Williamson (1975, p. 255) comme « *la recherche d'intérêt personnel conduite avec ruse* »⁴. Par la suite, Williamson (1985, p. 47) complète cette approche en précisant qu'il s'agit d'une « *présentation incomplète ou déformée de l'information, destinée tout particulièrement à tromper, fausser, cacher, obscurcir ou introduire de la confusion* »⁵. Dans ce contexte, si, par définition, les actionnaires sont à la recherche du moment le plus opportun pour introduire ou céder leurs titres au moment où le marché s'y prête le mieux, cela ne signifie pas pour autant qu'ils fassent montre d'un « comportement opportuniste » au sens de Williamson. Il faut, pour cela, réunir un certain nombre de conditions. Ainsi, l'existence d'une forte asymétrie d'information entre les actionnaires initiaux et les investisseurs nouveaux constitue une condition *a minima*, mais ne suffit pas. Il faut également que les premiers mettent à profit cette asy-

⁴ « *a self-interest seeking with guile* ».

⁵ « *incomplete or distorted disclosure of information, especially to calculated efforts to mislead, distort, disguise, obfuscate, or otherwise confuse* ».

métrie pour s'enrichir effectivement au détriment des seconds, à l'issue d'une transaction.

L'hypothèse de « la ruse » (*guile*) est plus difficile à démontrer, car par définition, elle n'est pas aisément observable, et il peut exister plusieurs degrés dans sa mise en œuvre. Sur le plan de l'observabilité des faits, on peut, dans certains cas, relever des exemples clairs de ruse de la part des actionnaires initiaux. Cooper et *al.* (2001, p. 2386) montrent ainsi que le seul fait d'associer un terme relatif à Internet (l'effet « *dot.com* ») au nom de la société, sans aucune autre mesure palpable, a pu faire croître son taux de rentabilité de l'ordre de 53 % dans les cinq jours qui ont suivi l'annonce, cet effet étant semble-t-il, durable dans le temps. Mais, cette caractéristique n'est pas facile à mettre en évidence pour toutes les sociétés, certaines s'étant effectivement ouvertes à l'Internet dans le temps. Un autre exemple nous est donné par la gestion du résultat : Darrough et Rangan (2004), dans un article consacré à la cession d'actions au moment de l'introduction, mettent ainsi en évidence une forte propension de la part des actionnaires initiaux à ajuster leur volume de dépenses en recherche et développement l'année précédant l'introduction, de manière à faire monter le prix d'offre de l'action. Même si ce type de manipulation n'échappera pas à un analyste expérimenté, certains investisseurs peuvent cependant être trompés sur la réalité des comptes. Ainsi, DuCharme et *al.* (2001c) montrent une corrélation positive entre la gestion de résultat par différentes voies et la valeur de la firme au moment de l'introduction. Cela étant, la gestion de résultat nécessiterait une étude appropriée qui déborderait nettement du cadre de ce présent travail. Au demeurant, la démonstration reste théorique en l'absence de données pour certaines entreprises, ces dernières n'ayant que très peu – voire pas du tout (cf. *aufeminin.com*) – d'historique avant l'introduction.

Une autre forme d'opportunisme sous-tendant la ruse pourrait enfin consister, pour les actionnaires anciens, à céder massivement leur titres sachant l'avenir de la société plus qu'incertain et/ou la croissance future hypothétique, tout en réalisant une plus-value confortable grâce, notamment, à une manipulation des comptes destinée à minimiser la sous-évaluation. Une telle opération suppose implicitement l'existence d'une très grande asymétrie et la non-révélation de faits de nature délictueuse, conséquence de la complicité ou de l'incompétence des auditeurs. De fait, on note qu'un certain nombre de sociétés ont disparu quelques temps après leur introduction. Cependant, la chute des mar-

chés a aussi entraîné des faillites et des rachats qui n'auraient peut-être pas eu lieu dans une conjoncture favorable ou, à tout le moins, stable. Par ailleurs, outre les contraintes légales de conservation des titres dans le contexte français qui restreignent les possibilités de cession, l'effet de signalisation limite également de tels comportements. Leland et Pyle (1977) mettent en avant le fait qu'une vente importante de titres de la part des entrepreneurs constitue un signal très négatif pour les investisseurs et entraîne une forte décote des titres. Même si ce point de vue est discutable dans le contexte de sociétés où se côtoient des actionnaires minoritaires et d'autres exerçant un contrôle (Schatt et Roy, 2001), la structure de celles cotées sur le Nouveau marché est souvent proche de celle décrite par Leland et Pyle (1977), les actionnaires de contrôle étant généralement dirigeants de l'entreprise et le restant après l'augmentation de capital (cf. tableau 1. – Statistiques descriptives).

En définitive, l'hypothèse de l'opportunisme des actionnaires initiaux, au sens de Williamson (1975, 1985), semble difficile à démontrer et a des chances, de surcroît, de ne toucher qu'une infime partie des sociétés introduites. C'est pourquoi, elle ne peut être retenue dans le contexte de ce travail et ne débouche, en l'état actuel des choses, sur aucune hypothèse testable. Nous nous limiterons donc à l'étude du comportement des actionnaires des sociétés Internet en demeurant dans le cadre de l'asymétrie d'information et sous hypothèse de rationalité des investisseurs, tout en postulant le caractère marginal des comportements opportunistes.

1.2. Les conditions d'introduction des sociétés sur le Nouveau marché ont-elles favorisé les actionnaires initiaux des sociétés Internet ?

Pour répondre à cette question, il s'agit de cerner, d'une part, si les conditions initiales d'introduction ont été particulièrement favorables aux sociétés Internet plutôt qu'aux autres, d'autre part, en cas de réponse positive, si celles-ci ont été mises à profit pour réaliser une partie de l'actif des actionnaires initiaux.

1.2.1. Les conditions d'introduction des sociétés Internet ont-elles été plus favorables que pour les autres ?

D'après Pagano et al. (1998), le deuxième facteur favorable à l'introduction en bourse est la taille de la société : les grandes sociétés

seraient ainsi plus enclines à s'introduire en Bourse que les petites. Cela étant, dans un contexte de rationalité des investisseurs et d'existence d'une « fenêtre d'opportunité », les actionnaires initiaux ne peuvent ignorer que leur société est survalorisée par le marché, tout en étant conscients du caractère éphémère de la situation. Dans le cas des sociétés Internet, celles-ci étant positionnées sur des marchés émergents, elles avaient nécessairement tout intérêt à anticiper leur venue sur le marché, mettant à profit des conditions exceptionnellement souples d'introduction pour atteindre une taille critique et se donner les moyens de conquérir leur créneau (Hege, 2001). Cette situation atypique induit donc une hypothèse spécifique aux sociétés du secteur Internet : elles devraient être plus jeunes et plus petites que les autres sociétés introduites au Nouveau marché. La troisième hypothèse s'appuie sur ces deux caractéristiques, l'âge et la taille, cette dernière étant mesurée elle-même par deux critères relatifs : le chiffre d'affaires et l'actif comptable. L'hypothèse est déclinée sous la forme suivante :

<p>Hypothèse 3a : Les sociétés Internet sont en moyenne introduites plus rapidement que les autres sur le marché financier.</p> <p>Hypothèse 3b : Les sociétés Internet ont en moyenne un chiffre d'affaires inférieur à celui des autres à la date de leur introduction.</p> <p>Hypothèse 3c : Les sociétés Internet ont un actif comptable en moyenne inférieur à celui des autres à la date de leur introduction sur le marché financier.</p>
--

Parallèlement à cette hypothèse, il est également nécessaire de vérifier si l'introduction s'est effectivement traduite par un apport relatif de capitaux plus important pour les sociétés Internet que pour les autres sociétés, ce qui irait dans le sens de l'effet « dot.com » décrit par Cooper et *al.* (2001). Nous supposons, en effet, que, si l'attractivité des sociétés Internet a été réellement plus forte, ces dernières devraient avoir proportionnellement levé plus de fonds que ne leur permettaient, comparativement aux autres, leurs capitaux propres ou leur actif comptable. Nous proposons ainsi de tester cette hypothèse sur la base de ces deux dernières variables :

Hypothèse 4a : Les sociétés Internet ont en moyenne levé plus de fonds que les autres, eu égard à leurs capitaux propres ;
Hypothèse 4b : Les sociétés Internet ont en moyenne levé plus de fonds que les autres, eu égard à leur actif comptable.

Si les hypothèses 3 et 4 sont validées, on peut alors considérer que les conditions sont réunies pour que les anciens actionnaires puissent optimiser les actifs par des cessions au moment de l'introduction.

1.2.2. Introductions et cessions d'actions Internet

De manière générale, Broye et Schatt (2003a, p. 29) constatent qu'en France, les actions émises sur le Second marché à disposition du public proviennent majoritairement des actionnaires d'origine, contrairement aux États-Unis ou à d'autres pays européens (Italie, Suède, Angleterre). Sur le Nouveau marché, le problème se pose dans une proportion moindre pour deux raisons : la réglementation en matière d'introduction imposait à l'époque, d'une part, l'émission d'actions nouvelles, d'autre part, l'engagement par les actionnaires-dirigeants de conserver à compter de la date d'introduction, soit 80 % de leurs titres pendant une période d'un an⁶, soit 100 % des titres pendant une période de six mois. Sur la totalité des introductions au Nouveau marché entre 1996 et 2000, Broye et Schatt (2003a) trouvent tout de même un total de cessions par l'ensemble des actionnaires d'origine égal à 6,60 %.

La cession d'actions de la part des actionnaires initiaux peut être la conséquence d'un besoin de liquidités, d'une volonté de diversifier leur portefeuille ou de réaliser un profit lié au contexte de survalorisation des titres. Dans la fenêtre d'opportunité offerte par la « bulle Internet » et du fait de l'existence d'une forte asymétrie d'information, la rationalité de l'investisseur pourrait le conduire à céder d'autant plus d'actions – dans les limites admises par la réglementation – qu'il estime sa société surévaluée. Si les sociétés Internet s'avèrent relativement surévaluées par rapport aux autres, on devrait donc observer plus de cessions de la part des actionnaires initiaux, tant en fréquence qu'en volume. Cette réflexion nous permet de poser les deux sous-hypothèses suivantes :

⁶ Ce qui laisse, tout de même, une marge de 20 % de titres cessibles à l'introduction.

Hypothèse 5a : Les actionnaires initiaux des sociétés Internet ont cédé plus souvent les actions de leur société que ceux des autres sociétés au moment de l'introduction.

Hypothèse 5b : Quand ils ont cédé des actions, les actionnaires initiaux des sociétés Internet en ont cédé une fraction plus importante au regard du capital levé.

Remarquons que l'examen de ces hypothèses peut poser problème dans le contexte de l'année 2000 qui a vu le marché commencer à baisser fortement après le mois de mars (cf. figure 1). De fait, si, à cette date, la cession des actions anciennes était devenue possible, un investisseur opportuniste et bien informé de la situation de la société aurait dû vendre ses actions. S'agissant des actionnaires majoritaires, cette décision se posait avec acuité entre mars et octobre/novembre 2000, dates à partir desquelles l'évolution des cours a amorcé une tendance nettement baissière. La cession, si elle a pu avoir lieu, s'est-elle réalisée sous le coup de la panique ou par calcul opportuniste ? La chute des cours a-t-elle, au contraire, différé d'éventuelles cessions programmées ? Il est extrêmement difficile de répondre à ces questions qui méritent probablement un examen au cas par cas, et ce point constitue une limite à la présente étude. Il reste, à présent, à définir de quelle manière ont été constitués les échantillons, ainsi que les variables utilisées.

2. Caractéristiques des échantillons et méthodologie mise en oeuvre

L'échantillon des entreprises est composé de deux sous-populations : un groupe de sociétés « Internet » et un groupe témoin. La détermination du groupe Internet a posé un certain nombre de difficultés, car il recouvre un ensemble d'activités et de sociétés aux caractéristiques relativement imprécises. Il est donc nécessaire, d'abord, de circonscrire ce domaine, déterminer les critères de choix des entreprises et décrire les échantillons sur le plan statistique. Suite à cela, nous précisons quelles ont été les variables utilisées et la méthodologie mise en oeuvre.

2.1. Les valeurs « Internet »

Champarnaud et Romey (2000, p. 66) 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* ». Mais, concrètement, le secteur des valeurs Internet est assez difficile à circonscrire. Ainsi, ArtPrice.com (code FTSETM 547, Publication et édition – format électronique) et NetValue (code FTSETM 90, Technologies de l'information) relèvent-ils *a priori* tous deux du secteur Internet, mais ont des codes FTSETM très différents.

Dans notre démarche, 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 (de Boissieu, 2000, p. 324). À ce titre, on peut retenir les fournisseurs d'accès, les créateurs et éditeurs de sites, les concepteurs de logiciels *ad hoc*, les sites d'hébergement, les technologies permettant l'accès sur ordinateur, télévision et téléphones mobiles. Un second critère – financier – consiste à s'appuyer sur le point de vue des analystes et investisseurs. Cette approche, également retenue par Champarnaud et Romey (2000), ainsi que Schultz et Zaman (2001), 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 a conduit à retenir la majeure partie des sociétés figurant sur le site web du Journal du Net, pourvu que ces dernières répondent aux conditions d'appartenance à l'échantillon, décrites ci-après.

2.2. Critères de choix des sociétés

Le choix des sociétés destinées à faire l'objet de cette étude a été fait sur la base de deux séries de critères : nous avons d'abord privilégié l'homogénéité des données par le biais du marché financier de référence ; puis, nous avons regroupé les sociétés selon les critères définis au paragraphe 2.1.

2.2.1. Marché, origine des données et période d'étude

Les sociétés choisies ont toutes 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)⁷. 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. Dans ce contexte, la probabilité d'avoir un ensemble homogène sur le plan des conditions d'accès au marché est plus grande : les entreprises sont généralement jeunes, de taille relativement modeste ou, en tout cas, comparable, innovantes et à la recherche de capitaux permettant de financer une forte croissance. Ajoutons que les critères de cessibilité des titres sont uniformes pour l'ensemble des sociétés, ce qui n'aurait pu être le cas, si certaines sociétés avaient été choisies sur le Second marché.

Les sources de données sont diverses : les données qualitatives ont été obtenues à partir des notices d'introduction en Bourse sur le Nouveau marché, disponibles principalement sur le site de l'AMF, mais aussi sur certains sites financiers tels Boursorama, Boursier.com, Fininfo, Finance.Yahoo.fr... Les données boursières ont été téléchargées depuis Euronext et les données comptables, depuis le site Diane (BvD).

La période retenue couvre les années 1997-2001, représentative de la flambée des cours et de l'engouement pour les sociétés de la « net-économie » (cf. figure n° 1). Bien que le Nouveau marché existe depuis 1996, il a été nécessaire d'écarter cette année pour plusieurs raisons :

- la période n'est guère représentative de l'engouement pour les valeurs Internet, d'autant plus que le marché était en création ;
- peu de sociétés ont été introduites durant cette période ;
- il n'y a pas eu, à notre connaissance, de véritable société Internet introduite à cette époque ;

⁷ 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 rentabilité [...] 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 coté, p. 4, document Euronext). Précisons que ces conditions

- nos données sont incomplètes, de nombreuses sociétés ayant disparu entre-temps.

2.2.2. 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 32 sociétés, pour lesquelles il a été possible d'obtenir l'intégralité des informations. Le second est celui de l'échantillon non-Internet, constitué de cinquante sociétés. 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 le fait qu'il est composé d'entreprises qui existeraient 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.

À la différence des entreprises du second groupe, les sociétés Internet se distinguent aussi 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'entrée.

Les sociétés Internet présentent aussi des caractéristiques financières qui leur sont propres. Ainsi, lors de l'introduction de Neurones 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 154,50⁸. Cette disproportion

d'introduction sont celles applicables avant la réforme 2003 du Nouveau marché et celles applicables dans le cadre de notre étude.

⁸ Source : Société Neurones, prospectus détaillé d'introduction en bourse, année 2000, p. 8-9.

est d'autant plus intéressante à relever qu'elle peut expliquer le sentiment *ex post* des investisseurs d'avoir été floués sur la réalité des valeurs Internet.

2.2.3. Statistiques descriptives

Afin de caractériser la composition des échantillons, nous proposons dans le tableau 1 ci-après, quelques éléments de statistique descriptive pour les deux sous-populations :

Tableau 1 – Statistiques descriptives

Internet					Non Internet				
Structure du capital avant introduction									
	Moyenne	Médiane	Écart-type	Test		Moyenne	Médiane	Écart-type	
Participation dirigeants	0,753	0,888	0,262	NS	Participation dirigeants	0,761	0,898	0,257	
Participation personnel	0,014	0,000	0,042	NS	Participation personnel	0,017	0,000	0,043	
Participation autres actionnaires	0,074	0,009	0,174	*	Participation autres actionnaires	0,040	0,001	0,089	
Participation capital-risqueurs	0,159	0,030	0,216	NS	Participation capital-risqueurs	0,181	0,017	0,229	
Structure du capital après introduction									
	Moyenne	Médiane	Écart-type	Test		Moyenne	Médiane	Écart-type	
Participation dirigeants	0,570	0,620	0,223	NS	Participation dirigeants	0,558	0,582	0,218	
Participation personnel	0,008	0,000	0,029	NS	Participation personnel	0,012	0,000	0,031	
Participation autres actionnaires	0,059	0,007	0,140	*	Participation autres actionnaires	0,034	0,004	0,070	
Participation capital-risqueurs	0,117	0,020	0,157	NS	Participation capital-risqueurs	0,134	0,012	0,192	
Participation public	0,246	0,229	0,099	NS	Participation public	0,263	0,237	0,096	
Acteurs de la cession*									
	Moyenne	Médiane	Écart-type	Test		Moyenne	Médiane	Écart-type	
Dirigeants	1,000	1,000	0,000	NS	Dirigeants	0,944	1,000	0,229	
Personnel	0,000	0,000	0,000	*	Personnel	0,056	0,000	0,229	
Autres	0,125	0,000	0,331	NS	Autres	0,167	0,000	0,373	
Capital-risqueurs	0,125	0,000	0,331	*	Capital-risqueurs	0,333	0,000	0,471	
Données comptables (avant introduction)									
	Moyenne	Médiane	Écart type	Test		Moyenne	Médiane	Écart type	
Resunit	0,059	0,085	0,837	NS	Resunit	0,094	0,075	0,956	
Cafunit	0,295	0,120	0,753	NS	Cafunit	0,495	0,220	1,163	
Csunit	0,897	0,215	2,587	NS	Csunit	2,044	0,610	5,961	
Cpunit	1,362	0,505	3,034	*	Cpunit	3,011	1,740	4,786	
Caunit	3,246	0,805	5,253	NS	Caunit	5,354	1,730	7,673	
Ebeunit	0,320	0,140	0,823	NS	Ebeunit	0,111	0,175	3,516	
Actunit	3,267	1,245	5,699	NS	actunit	10,050	3,465	30,449	
Levier	0,243	0,055	0,409	**	Levier	0,610	0,285	1,043	

Note : Les pourcentages sont donnés par catégorie et non par rapport au volume global. Signification des données boursières et comptables : Resunit : résultat par action ; Cafunit : capacité d'autofinancement (caf) par action ; Csunit : capital social par action ; Cpunit : capitaux propres par action ; Caunit : chiffre d'affaires par action ; Ebeunit : excédent brut d'exploitation par action ; Actunit : actif par action ; Levier : levier d'endettement.

Ce tableau appelle de nombreux commentaires, mais on peut cependant en résumer les caractéristiques principales :

- les participations des dirigeants actionnaires sont globalement très comparables dans les sociétés Internet et non-Internet : elles s'établissent autour de 75 % en moyenne ; il en est de même pour les capital-risqueurs (respectivement 15,87 % et 18,14 %) ;
- la structure du capital après introduction voit diminuer fortement la participation des actionnaires anciens (autour de 20 %), ce qui est confirmé par le taux de participation extrêmement élevé attribué à ce type d'acteur lors de la cession ;
- s'agissant des capital-risqueurs, on note que leur participation au capital baisse dans les deux sous-échantillons après l'introduction, mais il faut tenir compte du fait qu'en réalité, certains sont sortis du capital, tandis que d'autres sont rentrés à l'occasion de l'introduction ;
- en moyenne, les performances des sociétés Internet – à l'exception de l'EBE – apparaissent globalement plus faibles que celles du second groupe, mais les résultats des tests ne sont pas statistiquement significatifs.

2.3. Variables et méthodologie mise en œuvre

Une présentation fine des variables est indispensable, compte tenu des multiples facteurs susceptibles d'influer sur les cessions à l'introduction. Nous verrons, ensuite, quels instruments statistiques mettre en œuvre afin de traiter la problématique.

2.3.1. Choix des variables

Les variables choisies sont présentées ci-après, dans l'ordre des hypothèses testées :

- Afin de mesurer l'éventuelle surestimation des sociétés Internet par le marché nous avons retenu le ratio de Marris, aussi connu sous le nom de *Market-to-Book* (MTB). Celui-ci est fondé sur les anticipations de croissance estimées par le marché et reflète bien, par conséquent, l'éventuelle surévaluation des actions Internet. En principe, il est calculé en faisant le rapport entre la capitalisation boursière et les capitaux propres tels qu'ils ressortent du bilan. Dans le contexte de cette étude, nous avons retenu la valeur boursière à l'issue du premier jour et nous avons rajouté aux capitaux propres, la valeur des ac-

tions nouvelles émises au prix d'introduction. L'ajout de cette dernière valeur est indispensable, pour obtenir des grandeurs homogènes au numérateur et au dénominateur. Du fait de la sous-évaluation initiale, l'augmentation de la valeur du titre au numérateur en J+1 permet, par ailleurs, de tenir compte de la prime immédiate accordée par le marché aux anticipations de croissance. Nous n'avons pas retenu, en revanche, le PER, car les sociétés de la nouvelle économie présentant souvent des résultats très faibles, voire négatifs, cet indicateur aurait conduit à introduire des biais importants dans l'évaluation.

- Les sous-hypothèses H2a, H2b et H2c ne posent guère de problèmes en termes de choix de variables : AGEINT est l'âge à l'introduction, CA le chiffre d'affaires et ACTIF représente le montant de l'actif.

- L'hypothèse H3 est examinée à travers l'écart existant entre le prix de l'offre et le cours au premier jour. Cette variable, que nous appellerons SPREAD, a été standardisée en la divisant par le prix d'introduction, de manière à rendre les données comparables entre elles. La variable SPREAD devrait, ainsi, permettre d'examiner s'il y a eu des écarts significatifs entre les valeurs Internet et les autres.

- Les sous-hypothèses H4a et H4b sont testées respectivement par la variable L/PRO et L/ACTIF, où L représente la levée de fonds (uniquement due à la création d'actions multipliée par le cours au premier jour) ; PRO les capitaux propres d'origine, et ACTIF, l'actif comptable de la société.

- Les sous-hypothèses H5a et H5b sont testées à l'aide des variables suivantes : CESSINT et CESSREL. La première est une variable binaire qui prend la valeur 1 en cas de cession et 0 dans le cas contraire. La seconde est définie comme le rapport entre le nombre d'actions cédées et le nombre d'actions créées. Il s'agit, donc, pour la seconde variable, de mesurer l'impact réel de la cession et de moduler, ainsi, le facteur CESSINT.

2.3.2. Méthodologie mise en oeuvre

Afin de tester les hypothèses posées, nous comparons simplement les moyennes des deux échantillons Internet et Témoin. Bien que dans nombre d'études on trouve généralement deux tests, l'un paramétrique, l'autre non paramétrique, nous nous sommes limités au premier pour l'ensemble des variables, celui-ci étant par nature plus puissant que le

second, à l'exception de la variable binaire CESSINT pour laquelle nous avons appliqué le test non paramétrique de Mann-Whitney. Pour chaque test, nous avons également étudié l'égalité des variances. Le tableau de synthèse présenté au paragraphe suivant fait ainsi apparaître :

- les moyennes pour chaque groupe ;
- pour le test de l'égalité des moyennes, la valeur de la statistique t ;
- le seuil de significativité du test.

3. Résultats de l'étude empirique et commentaires

Les résultats fournis par les tests permettent de tirer des conclusions relativement nettes quant à l'évaluation des sociétés Internet et au comportement des acteurs. Ils font l'objet d'une présentation synthétique. Nous présentons, à la suite, une interprétation possible, en tenant compte des observations mises en lumière par la littérature.

3.1. Présentation des résultats

Les résultats des tests sont résumés dans le tableau 2 ci-après :

Tableau 2 – Test des moyennes sur les variables

Hypothèse	Variante	Groupe Internet	Groupe Témoin	Statistique	Résultat du test
H1	MTB moyen ⁹	5,758	3,885	1,753	***
H2	SPREAD moyen	0,150	0,069	1,591	*
H3a	AGEINT moyen	2662	3718	1,757	***
H3b	CAINT moyen	7 618 757	10 681 557	0,669	ns
H3c	ACTIF moyen	6 989 684	11 695 749	2,233	***
H4a	L/PRO	17,280	6,572	1,702	***
H4b	L/ACTIF	5,464	2,368	1,978	***
H5a	CESSINT moyen	0,687	0,812	0,584	ns
H5b	CESSREL moyen	0,225	0,321	-1,016	ns

Notes : Signification des variables : MTB, *market-to-book ratio* ; SPREAD, écart entre prix d'introduction et cours à l'issue du premier jour pondéré par le prix d'introduction ; AGEINT, âge de la société à l'introduction ; CAINTE, chiffre d'affaires ; ACTIF, actif de l'entreprise ; L/PRO, levée nette sur capitaux propres ; L/ACTIF, levée nette sur actif ; CESSINT, fréquence des cessions d'actions par les actionnaires initiaux à l'introduction ; CESSREL, rapport entre le nombre d'actions cédées et le nombre d'actions créées.

Caractère significatif de l'écart : *** écart significatif au seuil de 1 %, ** écart significatif au seuil de 5 %, * écart significatif au seuil de 10 %, ns : écart non significatif au seuil de 10 %.

⁹ Ce test a été effectué sur la base des valeurs de marché à un jour et à cinq jours. Il donne des résultats quasiment identiques.

En dehors de la dernière hypothèse qui nécessite une interprétation spécifique, il est intéressant de noter, dès l'abord, que l'ensemble des hypothèses est globalement validé par les résultats obtenus. Ces derniers amènent quelques commentaires, que nous synthétisons ci-après :

- l'hypothèse H1 est acceptée. Le ratio MTB est plus élevé pour les sociétés Internet. Ce test confirme ainsi que le marché anticipait une croissance plus élevée pour les sociétés Internet que pour les autres technologiques ;
- H2 est validée : il y a donc bien eu une plus grande sous-évaluation des sociétés Internet par rapport aux autres, ce qui confirme les résultats mis en évidence par la littérature financière sur la question (Arosio *et al.*, 2000 ; DuCharme *et al.*, 2001a, 2001b) ;
- H3 est globalement validée : les sociétés Internet apparaissent significativement de plus petite taille et plus jeunes que les autres par l'actif et l'âge à l'introduction. En revanche, la différence de chiffre d'affaires n'est pas significative, ce qui peut s'expliquer par la capacité des sociétés Internet à réaliser rapidement un chiffre important de ventes par le biais de l'Internet, au contraire des autres, confrontées à un marché plus classique ;
- H4 est validée, mettant en évidence la plus grande capacité des sociétés Internet à lever des fonds, comparativement aux autres. Ce résultat est congruent avec le premier, montrant que l'effet « *dot.com* » a bien joué en leur faveur ;
- Les résultats de H5a et H5b sont statistiquement non significatifs, et montreraient même, contrairement à l'hypothèse posée, que les actionnaires des sociétés du groupe témoin auraient cédé plus d'actions anciennes à l'introduction, que les actionnaires des sociétés Internet et cela, en fréquence, comme en volume.

Au terme de ces tests, il apparaît donc que les sociétés Internet ont bel et bien bénéficié de conditions particulièrement favorables lors de leur introduction. Cette situation ne s'est cependant pas traduite par un volume de cessions supérieur à celui des autres sociétés, bien au contraire. On peut ainsi conclure sur le fait que les actionnaires anciens ont effectivement mis à profit la période exceptionnelle de la « bulle Internet » pour rentrer sur le marché boursier, mais qu'ils n'ont pas tenté, à ce moment là du moins, de réaliser des plus-values de cession de manière plus importante que les autres. Ce constat peut s'expliquer par différentes raisons.

3.2. Pourquoi les actionnaires historiques des sociétés Internet n'ont-ils pas plus cédé que les autres ?

Pour Schultz et Zaman (2001), deux raisons expliquent que les actionnaires des sociétés Internet ne vendent pas plus d'actions à l'introduction, comparativement aux autres :

– la première est que les actionnaires investissent *a priori* dans le long terme, estimant que la valeur actuelle de leurs actifs ne reflète pas leur véritable potentiel de croissance dans le futur. Fondamentalement, les actions Internet et, plus généralement, celles de la nouvelle économie sont des placements de long terme, cette caractéristique constituant une des conclusions soutenues par Champarnaud et Romey (2000, p. 90). Ce point de vue est conforté par Broye et Schatt (2003a, p. 33) sur le marché français, lesquels montrent que les opportunités de croissance ont une incidence significative sur les cessions d'actions sur le Nouveau marché : ces dernières sont d'autant moins importantes que les perspectives sont plus élevées. Or, c'est tout à fait le cas des sociétés Internet, le MTB étant très significativement plus élevé dans leur cas ;

– la seconde raison est psychologique et se fonde sur un constat largement démontré par les études empiriques (Camerer et Lovallo, 1999) ; à savoir, la surévaluation par les investisseurs de leurs capacités personnelles à réussir leur entreprise.

Rappelons également que, pour des raisons de signalisation, la cession d'actions par les actionnaires initiaux influence négativement la valorisation des entreprises (Leland et Pyle, 1977). En cédant une fraction élevée d'actions, les actionnaires de contrôle qui possèdent des informations privées sur les perspectives de développement de l'entreprise signalent ainsi de faibles opportunités. Ils risquent donc de perdre de la valeur, au profit des actionnaires nouveaux. Cette hypothèse est confirmée par les tests effectués par Schultz et Zaman (2001, p. 360) et va dans le même sens que les résultats de l'étude ultérieure de Broye et Schatt (2003b). Enfin, comme le montrent Habib et Lungqvist (2001), il existe une relation positive entre la fraction d'actions vendue par les actionnaires initiaux et la perte de richesse liée au degré de sous-évaluation. Les actionnaires sont donc vivement incités à limiter cette sous-évaluation et s'ils n'y parviennent pas suffisamment, ils peuvent être dissuadés de céder leurs actions pour limiter les pertes.

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 l'opération. Il est compréhensible que ceux qui ont engagé le projet d'entreprise et qui s'y sont fortement impliqués soient tentés, à ce moment, de récupérer une partie de leur mise de fonds en cédant une fraction de leurs actions. Les établissements bancaires responsables de l'introduction ont, en revanche, plutôt tendance à encourager les actionnaires initiaux à choisir un niveau de prix d'introduction dans le bas de la fourchette d'estimation, afin de mener l'opération à son terme dans les meilleures conditions.

Dans le cas des sociétés de la nouvelle économie et, en particulier, des sociétés Internet, celles-ci ont souvent été 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, à laquelle a succédé la réalité de la baisse drastique des cours, accompagnée quelquefois de faillites retentissantes. Sans envisager d'éventuels comportements opportunistes tels qu'ils ont été décrits *supra*, les résultats des hypothèses 1 à 4 laissent, il est vrai, entrevoir la possibilité pour les actionnaires initiaux d'avoir mis à profit une conjoncture favorable pour réaliser des plus-values substantielles. Dans le strict cadre de notre problématique, limitée à l'introduction en bourse, nous concluons cependant que les cessions réalisées par les actionnaires initiaux des sociétés Internet n'ont pas été supérieures à celles des autres sociétés : les chiffres, bien que non significatifs, montrent même le phénomène inverse. La plupart d'entre eux s'est essentiellement limitée à profiter de la conjoncture exceptionnelle pour valoriser son capital et, surtout, financer la croissance potentielle de l'entreprise.

Ce résultat, que l'on peut considérer comme préliminaire, resterait évidemment à confirmer par une étude plus approfondie des opérations ultérieures ayant affecté le capital des sociétés introduites sur le Nouveau marché depuis 1999. En effet, on sait qu'un grand nombre d'introductions est garanti par des pactes d'actionnaires, ce qui constitue une forme d'autorégulation. Il faudrait donc se poser la question de

la revente d'actions au-delà de l'horizon de six mois ou d'un an. Bradley et al. (2001), Field et Hanka (2001), Brav et Gompers (2002), Ofek et Richardson (2000) montrent que ces clauses sont en partie responsables de la chute des cours des sociétés, entraînant les autres valeurs dans leur mouvement. Ofek et Richardson (2003) décrivent notamment comment l'arrivée à échéance, en même temps, des restrictions à la vente, couplée à une très forte hétérogénéité des investisseurs (avec une faible part d'institutionnels) s'est traduite par un effet de cession des valeurs Internet relativement important et déstabilisant pour les cours. D'après eux, ces ventes seraient essentiellement liées à l'asymétrie d'information existant sur la valeur réelle des sociétés. Cela étant, on peut s'interroger sur la part de cause et d'effet dans la vente de ces actions.

Bibliographie

- Allen F. et Faulhaber G. (1989), « Signalling by Underpricing in the IPO Market », *Journal of Financial Economics*, vol. 23, p. 303-323
- Arosio R., Giudici G. et Paleari S. (2000), « Why Do (or Did?) Internet-Stock IPOs Leave So Much Money on the Table? », *Working Paper Series SSRN*, Politecnico di Milano, Università di Bergamo.
- Baron D. (1982), « A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues », *Journal of Finance*, vol. 37, p. 955-976.
- de Boissieu S. (2000), *Le guide des valeurs technologiques*, Le Journal des Finances.
- Brav A. et Gompers P. (2002), « Insider Trading Subsequent IPO : Evidence from Expirations of Lock-Up Provisions », *Working Paper Series SSRN*, Harvard University.
- Broye G. et Schatt A. (2003a), « Pourquoi certains actionnaires cèdent plus d'actions que d'autres lors de l'introduction en bourse ? », *Banque & Marchés*, n° 65, juillet-août, p. 29-36.
- Broye G. et Schatt A. (2003b), « Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas Français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 2, juin, p. 67-89.
- Camerer C. et Lovallo D. (1999), « Overconfidence and Excess Entry : An Experimental Approach », *American Economic Review*, vol. 89, n° 1, March, p. 306-318.

- Chahine S. (2001), « La sous-évaluation à l'introduction en bourse : quelle source d'asymétrie d'information? », *Banque & Marchés*, n° 52, mai-juin, p. 46-53.
- Champarnaud F. et Romey C. (2000), « Nouvelle économie et protection de l'épargne », *Bulletin COB*, n° 350, octobre, p. 63-98.
- Cooper M., Dimitrov O. et Raghavendra R. (2001), « A Rose.com by Any Other Name », *Journal of Finance*, vol. 56, n° 6, p. 2371-2388.
- Darrough M. et Rangan S. (2005), « Do Insiders Manipulate Earnings When They Sell Their Shares in an Initial Public Offering? », *Journal of Accounting Research*, vol. 43, n° 1, p. 1-33.
- Degeorge F. et Zeckhauser R. (1993), « The Reverse LBO Decision and Firm Performance : Theory and Evidence », *Journal of Finance*, vol. 48, n° 4, p. 1323-1348.
- DuCharme L., Rajgopal S. et Sefcik S. (2001a), « Lowballing for "Pop" : The Case of Internet IPO Underpricing », *Working Paper Series SSRN*, University of Washington.
- DuCharme L., Rajgopal S. et Sefcik S. (2001b), « Why Was Internet IPO Underpricing So Severe? », *Working Paper Series SSRN*, University of Washington.
- DuCharme L., Malatesta P. et Sefcik S. (2001c), « Earnings Management : IPO Valuation and Subsequent Performance », *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Fall, vol. 16, n° 4, p. 369-396.
- Field L. et Hanka G. (2001), « The Expiration of IPO Share Lock-Ups », *Journal of Finance*, vol. 56, n° 2, p. 471-500.
- Habib M. et Ljungqvist A. (2001), « Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs : Theory and Evidence », *Review of Financial Studies*, vol. 14, p. 433-458.
- Grinblatt M. et Hwang C. (1989), « Signaling and the Pricing of New Issues », *Journal of Finance*, vol. 44, p. 393-420.
- Hege U. (2001), « L'évaluation et le financement des start-up Internet », *Revue Économique*, vol. 52, numéro hors-série, octobre, p. 291-312.
- Ibbotson R. (1975), « Price Performance of Common Stock New Issues », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 235-272.
- Hoffmann-Buchardi U. (2001), « Clustering of Initial Public Offerings, Information Revelation and Underpricing », *European Economic Review*, n° 45, p. 353-383.
- Jain B. et Kini O. (1994), « The Post-Issue Operating Performance Of IPO Firms », *Journal of Finance*, vol. 49, n° 5, p. 1699-1726.

- Leland H. et Pyle D. (1977), « Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation », *Journal of Finance*, vol. 32, n° 2, p. 371-387.
- Lerner J. (1994), « Venture Capitalists and the Decision to Go Public », *Journal of Financial Economics*, n° 35, p. 293-316.
- Loughran T. et Ritter J. (1995), « The New Issues Puzzle », *Journal of Finance*, vol. 50, p. 23-51.
- Mikkelsen W., Megan P. et Shah K. (1995), « Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public », *Journal of Financial Economics*, vol. 44, n° 3, p. 281-307.
- Ofek O. et Richardson M. (2000), « The IPO Lock-Up Period : Implications for Market Efficiency and Downward Sloping Demand Curves », *Working Paper Series SSRN*, Stern School of Business, New York University.
- Ofek O. et Richardson M. (2003), « Dot.Com Mania : The Rise and Fall of Internet Stock Prices », *Journal of Finance*, vol. 58, p. 1113-1138.
- Pagano M., Panetta F. et Zingales L. (1998), « Why Do Companies Go Public ? An Empirical Analysis », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 1, p. 27-63.
- Ritter J. (1991), « The Long-Run Performance of Initial Public Offerings », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 1, p. 3-27.
- Rock K. (1986), « Why New Issues are Underpriced? », *Journal of Financial Economics*, n° 15, p. 187-212.
- Schatt A. et Roy T. (2001), « Modification de la structure de propriété et valorisation des entreprises introduites en bourse », *Banque & Marchés*, n° 55, p. 19-29.
- Schultz P. et Zaman M. (2001), « Do the Individuals Closest to Internet Firms Believe They are Overvalued ? », *Journal of Financial Economics*, n° 59, p. 347-381.
- Welch I. (1989), « Seasoned Offerings, Initiation Costs and The Underpricing of Initial Public Offering », *Journal of Finance*, vol. 44, n° 2, p. 421-499.
- Williamson O. (1975), *Markets and Hierarchies : Analysis and Antitrust Implications : A Study in the Economics of Internal Organization*, Free Press.
- Williamson O. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism : Firms, Markets, Relational Contracting*, Macmillan.

Annexe : Liste des sociétés utilisées pour l'étude

Numéro	Nom des sociétés	
	Sociétés non Internet	Sociétés Internet
1	ALGORIEL	A NOVO
2	ALPHA MOS	ACCESS COMMERCE
3	AVENIR TELECOM	ACTEOS
4	BAC MAJESTIC	ALTI
5	CEREP	ARTPRICE COM
6	CHEMUNEX	BRIME TECHNOLOGIES
7	CONSODATA	BUSINESS & DECISION
8	CROSS SYSTEMS COMPANY	BUSINESS INTERACTIF
9	DALET SA	CAST
10	DEVOTEAM	COHERIS
11	DURAN	CYBER PRESS PUBLISHING
12	EDITION MULTIMEDIA ELECTRONIQUES	CYBERDECK
13	EFFIK	HIMALAYA
14	ESI GROUP	HI-MEDIA
15	ESKER	HUBWOO.COM
16	EUROFINS SCIENTIFIC	IMECOM GROUP
17	FLOREANE MEDICAL IMPLANTS	INFOTEL
18	GAUDIOT	LA TETE DANS LES NUAGES
19	GENERIX	LEXIBOOK LINGUISTIC ELECTRONIC SYSTEM
20	GENESYS SA	MEDCOST
21	GL TRADE	MICROPOLE-UNIVERS
22	GUILLEMOT CORPORATION	NET 2S SA
23	HF COMPANY	NETGEM
24	HOLOGRAM INDUSTRIES	NETVALUE SA
25	I G E + X A O	NEURONES
26	IB GROUP	OLITEC
27	INFOVISTA SA	PERFECT TECHNOLOGIES
28	ITESOFT	PHARMAGEST INTERACTIVE
29	LINEDATA SERVICES	PROSODIE
30	METROLOGIC GROUP	SQLI
31	MILLIMAGES	TITUS INTERACTIVE
32	NATUREX	VALTECH
33	NICOX SA	
34	OPTIMS	
35	PHONE SYSTEMS & NETWORKS	
36	QUALIFLOW	
37	QUANTEL SA	
38	R 2I SANTE	
39	RECIF SA	
40	RIBER	
41	RISC TECHNOLOGY EUROPE	
42	SILICON ON INSULATOR TECHNOLOGIE	
43	SODITECH INGENIERIE	
44	SOFT COMPUTING	
45	STACI	
46	SYNELEC TELECOM MULTIMEDIA	
47	TRANSGENE	
48	VISIODENT	
49	WAVECOM	
50	WESTERN TELECOM	