

UNE ANALYSE CONVENTIONNALISTE DU PRIX D'OFFRE DES *START-UP* SUR LE NOUVEAU MARCHÉ FRANÇAIS

EMMANUELLE DUBOCAGE *
VALÉRIE REVEST **

L'objet de cet article est d'analyser les méthodes de valorisation des *start-up* financées par le capital-risque lors de l'entrée sur le Nouveau Marché français. Ce dernier a été créé en 1996 à la suite de nombreuses études de la communauté européenne qui déploreraient l'absence de marchés de valeurs de croissance européens construits sur le modèle du Nasdaq (Commission des communautés européenne, 1993 et 1995). Après avoir bénéficié de l'engouement pour les valeurs Internet, le Nouveau Marché a été fortement secoué par l'éclatement de la bulle en mars 2000 et n'a jamais pu retrouver son dynamisme après cette date. Les autorités boursières françaises ont finalement décidé de la fermeture de ce marché en janvier 2005¹.

215

La création du Nouveau Marché a fait apparaître avec acuité la problématique de la valorisation des *start-up* de haute technologie financées par le capital-risque² sur la Bourse de Paris. Comment déterminer un prix d'offre, sachant qu'une jeune entreprise innovante ne possède pas, en règle générale, les critères traditionnels (en termes de chiffres d'affaires, de bénéfices) permettant l'application des méthodes de valorisation standard ?

La lecture des dossiers d'introduction du Nouveau Marché montre que deux méthodes d'évaluation financière sont utilisées en parallèle : la méthode analogique et celle des *discounted cash flows* (DCF).

* Maître de conférences, Pilotage économique et social des organisations (PESOR - laboratoire de sciences de gestion), université Paris-Sud 11.

** Maître de conférences, Laboratoire d'économie de la firme et des institutions (LEFI), université Lyon 2.

Nous montrons que ces deux méthodes présentent des faiblesses incontestables quant à leur capacité à évaluer les entreprises concernées et qu'elles ne représentent qu'une dimension du processus de valorisation, en réalité plus complexe.

À partir d'entretiens réalisés auprès des introducteurs teneurs de marché (ITM)³, de l'exploitation de dossiers d'introduction et de l'analyse de la réglementation, nous interprétons le processus de valorisation sur le Nouveau Marché comme un processus de nature conventionnelle. Afin de préciser les formes de conventions à l'œuvre dans la détermination du prix d'offre, nous nous sommes penchés sur les pratiques des acteurs au cœur de l'élaboration du prix d'offre : les ITM.

Tout d'abord, nous abordons l'examen critique de la méthode des DCF et de la méthode analogique dans le cas de la valorisation des jeunes entreprises innovantes. Ensuite, nous proposons une approche conventionnelle du processus de valorisation. Nous tentons de mettre en lumière la nature et la spécificité des conventions à l'œuvre. Compte tenu de la période d'étude, 1996-2005, une partie de l'analyse s'appuiera sur les comportements observés lors de la bulle Internet.

216

LES MÉTHODES DE VALORISATION FINANCIÈRE À L'ÉPREUVE DES JEUNES ENTREPRISES INNOVANTES

Aujourd'hui, la plupart des introductions (*initial public offering*) sont déterminées à partir de la procédure de *book building* (Sherman, 2002 ; Boutron et *al.*, 2006). Selon cette procédure, les émetteurs de titres déterminent le prix d'offre en deux étapes. Lors d'une première étape, ils déterminent une fourchette initiale de prix, en s'appuyant notamment sur la méthode des DCF ou sur la méthode analogique. La seconde étape est consacrée à la collecte d'informations de la part des investisseurs institutionnels. Ces derniers indiquent *a priori* combien de titres ils aimeraient acheter et à quel prix, dans la fourchette proposée. Avec les informations obtenues, les émetteurs de titres affinent leur proposition. Une réflexion sur les méthodes de valorisation utilisées pendant la première étape est selon nous cruciale car à ce moment-là, les décideurs ne disposent pas de toute l'information sur la demande potentielle. L'examen de ces méthodes révèle en réalité de grandes faiblesses dans la valorisation des jeunes entreprises innovantes.

La méthode des discounted cash flows : des résultats très volatils

La méthode des DCF s'attache à évaluer la globalité des flux économiques de liquidités générées par l'activité (Copeland, Koller et

Murrin, 2000). Le principe de valorisation est le suivant : à partir du plan de développement qui prouve la cohérence globale d'un projet et son intérêt en termes financiers, l'analyse des *cash flows* disponibles modélise la création de richesse produite par l'entreprise et susceptible d'être versée aux actionnaires. Les flux retenus sont les flux de liquidités, après impôts et dégagés de l'actif économique. On procède à la prévision de flux de liquidités que l'on actualise pendant un certain nombre d'années appelées « horizon explicite ». Cet horizon est borné par une valeur finale (Vernimmen, 2000).

La méthode des DCF apparaît, au premier abord, pertinente pour les entreprises à fort potentiel de croissance et à la trajectoire marquée par les ruptures. En effet, deux phases sont distinguées : une phase pendant laquelle l'entreprise est en forte croissance et une autre phase où elle a atteint son régime de croisière. Néanmoins, l'application de cette méthode à des jeunes entreprises innovantes en haute technologie (JEIHT) se heurte à de nombreuses difficultés dans la détermination des paramètres du modèle (l'horizon explicite, les flux de liquidités actualisés et la valeur finale), compte tenu des fortes incertitudes auxquelles sont confrontées ces entreprises (Yeo et Qiu, 2003). Premièrement, la détermination de l'horizon explicite dépend de la « visibilité » de l'entreprise, c'est-à-dire de l'horizon raisonnable de prévision. La durée doit donc correspondre au temps durant lequel l'entreprise vivra sur sa lancée actuelle. Quand elle est courte, cette durée accorde trop d'importance à la valeur finale et ne fait que repousser le problème. Trop longue, elle se ramène à une simple extrapolation théorique sans grand intérêt. Deuxièmement, deux éléments rendent la projection même des flux de liquidités complexe : l'absence d'historique et le contexte incertain. Tout d'abord, l'absence de données historiques (Commission des opérations de Bourse, 2000 ; Bernasconi et Monsted, 2000) rend hasardeuse l'élaboration de projections de *cash flows* qui, à la différence des entreprises traditionnelles, ne peuvent se faire dans le prolongement d'une tendance. En outre, les différentes incertitudes auxquelles font face les firmes rendent impossible la fixation de l'estimation des niveaux de liquidités. La valeur des entreprises innovantes est notamment liée aux caractéristiques du capital immatériel qu'elles seront capables de constituer et de développer (Ribeiro et Tironi, 2006). Enfin, la détermination de la valeur finale est également source de difficultés ; or, elle a un impact essentiel dans la valorisation : la valeur finale peut expliquer plus de 50 % de la valeur de l'entreprise (Vernimmen, 2000). Finalement, les résultats se révèlent extrêmement dépendants des paramètres choisis et donc très volatils. À la fin des années 1990, « les analystes financiers étaient confrontés à un dilemme : d'un côté, il fallait bien évaluer les *start-up*

puisque des preneurs étaient prêts à les acheter ; d'un autre côté, l'approche traditionnelle DCF était mise en échec non pas dans son principe, mais par la difficulté de la mettre en œuvre face à une imprévisibilité radicale des flux » (Hege, 2001).

La méthode analogique : une méthode autoréférentielle ?

Dans le cadre des JEIHT, la méthode analogique a été largement recommandée par les praticiens (Damodaran, 2002). Cette méthode repose sur le principe selon lequel des entreprises comparables doivent être évaluées à partir de critères identiques. Elle consiste à identifier des entreprises jugées similaires et à en extraire une relation, un coefficient de proportionnalité entre la valeur de l'entreprise et un indicateur facilement disponible. Ainsi, sur le Nouveau Marché, le prospectus d'introduction (visa de la Commission des opérations de Bourse - COB - : n° 00-317 du 15 mars 2000) de Liberty Surf fournissait les données de sociétés comparables pour justifier son prix d'offre. Les évaluateurs avaient sélectionné quatre sociétés cotées sur le Nasdaq et sur les autres marchés européens dont l'activité était comparable à celle de Liberty Surf (dont la société italienne Tiscali et la société espagnole Terra Networks). L'action de Liberty Surf introduite le 15 mars 2000 à 41 euros capitalisait alors 180 fois son chiffre d'affaires de 1999. Ainsi, dans la méthode analogique, les deux principaux éléments à déterminer sont les firmes, qui servent de référents, et l'indicateur, mais leur détermination soulève un certain nombre de problèmes dans le cas des JEIHT.

Selon les hypothèses de cette méthode, le cadre de référence est donné par des entreprises cotées sur le marché financier, ou ayant fait l'objet d'un rachat, ou encore des entreprises non cotées financées par le capital-risque (Basso et Bieliczyk, 1999).

La première étape dans le processus d'évaluation consiste à déterminer l'échantillon de firmes comparables. Cette détermination soulève deux problèmes. Tout d'abord, il peut paraître paradoxal, afin d'évaluer des entreprises très innovantes, de s'appuyer sur une méthode qui, comme son nom l'indique, repose sur l'hypothèse selon laquelle il est possible de regrouper des JEIHT selon leur ressemblance. Les acteurs attendent de la JEIHT qu'elle innove et donc qu'elle se différencie de l'existant. L'entreprise peut développer un concept particulièrement innovant et difficilement comparable à une activité existante ou appartenir à un secteur dans lequel aucune société n'est entrée sur le marché financier et n'a fait l'objet d'une transaction. Deuxièmement, le choix en lui-même du groupe d'entreprises se révèle crucial et affecte les résultats de l'évaluation. Si le processus de valorisation est amélioré lorsque les firmes comparables sont choisies

dans la même industrie et avec le même historique de croissance de revenus, la sélection d'un ensemble de firmes comparables demeure sujette, au moins jusqu'à un certain degré, à une décision arbitraire. Les émetteurs peuvent choisir un échantillon de firmes de sorte que le prix d'offre se rapproche de leurs attentes (Kim et Ritter, 1999).

Dans une deuxième étape, les indicateurs qui serviront de référence doivent être sélectionnés. Pour les entreprises traditionnelles, la méthode analogique utilise comme indicateur le *price earning ratio* (PER) qui désigne le rapport entre le cours de l'action et le bénéfice par action ; dans le cas des JEIHT, un certain nombre de *start-up* ne faisant pas de bénéfices, leur valeur ne peut prendre appui sur le calcul du PER. Dès lors, d'autres indicateurs spécifiques à leur valorisation financière, notamment pendant la bulle Internet, ont été créés. À cette période, la mise en place de nouveaux indicateurs pour ces entreprises a opéré un glissement des bénéfices (PER, EBIT - *earnings before interest and taxes* -...) aux simples recettes (chiffre d'affaires), puis aux recettes potentielles (nombre de visiteurs d'un site web). La question du choix des indicateurs a donné lieu à de nombreuses études empiriques (Kim et Ritter, 1999 ; Purnanandam et Swaminathan, 2004 ; Liu, Nissim et Thomas, 2002 et 2004).

Cassia, Paleari et Vismara (2004) ont comparé les prix d'offre effectifs sur le Nuevo Mercato⁴ italien entre 1999 et 2002 et les prix d'offre déterminés à partir de la méthode des multiples, à partir de l'utilisation de plusieurs indicateurs. Les auteurs montrent que c'est la méthode des multiples du PER qui donne les estimations les plus proches du prix d'offre effectif. Ainsi, le choix de l'indicateur, outre son degré de pertinence intrinsèque pour refléter la valeur de l'entreprise, affecte, toute chose égale par ailleurs, le prix d'offre obtenu.

Enfin, parallèlement au problème de la détermination des paramètres et de l'échantillon de firmes comparables, il est possible de relever des contradictions internes relatives à l'utilisation de la méthode analogique. Tout d'abord, la valorisation par la méthode analogique est paradoxale dans le contexte de concurrence monopolistique. Prenant comme référence la valorisation ou le prix du *leader*, elle amène à attribuer à toutes les entreprises positionnées sur la même activité une valorisation proche. Or, les entreprises perdant la course à l'innovation auront une valeur nettement inférieure à celle du vainqueur, voire nulle. À la fin des années 1990, la concurrence du type « *the winner takes all* » prévaut et le *leader* emporte la mise. Ainsi, on peut considérer que toutes les entreprises, hormis le *leader*, sont surévaluées. Deuxièmement, dans cette méthode, le problème du référentiel est crucial. La question de sa légitimité se pose essentiel-

lement pour la première firme. Les premières valorisations de JEIHT effectuées lors de l'introduction en Bourse sont déterminantes et ont un effet d'entraînement puissant.

Les méthodes d'évaluation financière à l'épreuve de la pratique

La fragilité et la difficulté à mettre en œuvre la méthode des DCF dans le cas des JEIHT ont été soulignées précédemment. En particulier, l'un des obstacles à sa mise en œuvre renvoie à la volatilité des résultats, très sensibles aux hypothèses et aux estimations effectuées.

En mobilisant non plus le PER mais de nouveaux indicateurs, la méthode analogique perd son cadre de référence qu'est la théorie fondamentaliste. Elle peut être un terreau fertile à tous les excès. L'éclatement de la bulle Internet en mars 2000 en fournit un exemple robuste. En effet, après cette date, les méthodes de valorisation utilisant des indicateurs concernant les recettes potentielles, utilisées massivement dans les entreprises opérant dans les NTIC (nouvelles technologies de l'information et de la communication) et surtout dans le secteur de l'Internet, ont été remises en question. Divers travaux se sont attachés à expliquer les valeurs élevées pendant la période d'engouement (Hand, 2001 ; Schultz et Zaman, 2001 ; Trueman, Wong et Zhang, 2000), alors que d'autres se sont concentrés sur les conditions de l'éclatement de la bulle (Demers et Lev, 2001 ; Johnston et Madura, 2002 ; Ljungvist et Wilhem 2003 ; Ofek et Richardson, 2002). Par exemple, les travaux de Hand (2001) montrent que plus les pertes affichées étaient grandes, plus les valorisations étaient élevées. Les investisseurs interprétaient alors ces pertes comme des signaux reflétant les dépenses stratégiques des firmes et non comme le résultat de mauvaises performances. S'agissant des entreprises Internet, Demers et Lev (2001) ont comparé le rôle de différents types d'information dans l'explication du prix des titres avant et après l'éclatement de la bulle. Dans un premier temps, les dépenses de marketing et de R&D étaient considérées comme des actifs intangibles ; après elles devenaient de simples coûts. Les critères permettant d'évaluer traditionnellement l'activité - le PER, c'est-à-dire le rapport entre le cours boursier et les bénéfices, la rentabilité - ont été perdus de vue. Des outils fort peu sophistiqués n'étaient apparus que pour justifier des cours aberrants et concernaient des sociétés ne réalisant aucun bénéfice. L'impact de la bulle Internet sur les nouveaux marchés européens a été évalué empiriquement par Bottazi et Da Rin (2002), Goergen et al. (2004) et Giudici et Roosenboom (2004) *via* l'analyse de la performance à long terme des IPO (*initial public offering*). Les entreprises cotées sur les nouveaux marchés européens sous-performaient à hauteur de 60 % lors des deux premières années. Par comparaison, la sous-performance

du premier marché de la Bourse de Paris était de l'ordre de 10 % pour cette dernière (Chahine, 2004)⁵.

Après l'éclatement de la bulle, il y a eu un retour vers les indicateurs utilisés pour les entreprises traditionnelles. Cependant, le PER, comme nous l'avons souligné, reflète de façon imparfaite la valeur de la *start-up*. Afin de sortir de l'impasse, les acteurs qui mettent en œuvre la valorisation vont alors s'appuyer sur les indicateurs existants et les modifier, afin de les adapter aux caractéristiques de la JEIHT. Ainsi, pour les entreprises ne faisant pas de bénéfices, l'indicateur utilisé est le PER dit « de sortie », c'est-à-dire le PER de la première année de bénéfice ramené à l'exercice présent. Pour les entreprises faisant un bénéfice positif, mais ne reflétant pas la vraie valeur de la firme, le PEG (*price earning growth*) est proposé ; c'est un PER prenant en compte la croissance des bénéfices.

En définitive, il apparaît que les méthodes d'analyse financière présentées dans les dossiers d'introduction ne sont pas satisfaisantes pour valoriser les JEIHT lors de leur entrée sur le Nouveau Marché. Nous pouvons alors nous interroger sur le poids réel de ces méthodes dans le processus de valorisation. Outre la question de la pertinence intrinsèque des méthodes de valorisation décrites précédemment, il est également difficile de croire que les méthodes de valorisation analogique et de valorisation des DCF donnent les mêmes résultats. C'est pourtant ce que l'on a observé dans la plupart des dossiers d'introduction. Tout porte à croire que les valeurs des paramètres de la méthode des DCF sont déterminées *a posteriori*. D'une certaine manière, cette méthode jouerait le rôle d'alibi fondamentaliste pour les ITM. En effet, la méthode des DCF, en tant qu'outil reconnu, « légitime » par la profession, contribuerait en grande partie à justifier le prix d'offre.

221

VERS UNE ÉVALUATION CONVENTIONNELLE À L'INTRODUCTION

Les entretiens conduits auprès d'ITM du Nouveau Marché tendent à montrer que si la méthode des DCF et la méthode analogique sont effectivement utilisées dans le processus de valorisation, elles ne représentent qu'une dimension de celui-ci qui est beaucoup plus complexe. Le prix résulte alors de l'interaction de multiples évaluations « partielles » à la fois quantitatives (les méthodes) et qualitatives (évaluation des dirigeants, du caractère innovant du projet...). Dans cette optique, les méthodes financières de valorisation présentées précédemment ne sont alors qu'un outil, parmi d'autres, participant à la détermination du prix d'offre. La forte sensibilité de ces méthodes

aux hypothèses permettrait au final de retrouver le prix d'offre « souhaité » par les ITM.

Afin d'éclairer la complexité de ce processus de valorisation, nous en proposons une analyse conventionnelle. Le *corpus* théorique sur lequel nous nous appuyons appartient à l'économie des conventions. Le concept de conventions apporte en effet une réponse au problème du traitement de la coordination lorsque celle-ci est problématique (Larquier, Bessis et Batifoulier, 2006). Dans le cas de la valorisation des jeunes entreprises innovantes, une approche conventionnelle nous semble pertinente compte tenu, d'une part, de la grande incertitude qui caractérise le processus d'évaluation à l'introduction des jeunes entreprises innovantes et, d'autre part, de l'existence du problème de coordination des évaluations provenant de différents acteurs auquel est confronté l'ITM. En reprenant la distinction de Batifoulier (2001)⁶, le processus de valorisation à l'introduction des entreprises innovantes s'inscrit dans une vision « interprétative » des conventions. Ces dernières sont à la fois des modèles d'évaluation permettant d'interpréter les règles et celles de comportements.

Dans un premier temps, nous décrirons les problèmes de coordination auxquels est confronté l'ITM. Ensuite, nous analyserons le processus d'interprétation et de construction de repères conventionnels mis en œuvre par l'ITM. Cette démarche nous conduira à préciser la spécificité de cette évaluation conventionnelle. Enfin, nous montrerons comment les autorités de tutelle du marché ont pu influencer, en partie, le recours à certains repères conventionnels lors de la bulle Internet.

Les introducteurs teneurs de marché au cœur d'un problème de coordination

Les ITM représentent des établissements financiers habilités par la Bourse de Paris à exercer cumulativement deux fonctions : l'introduction d'instruments financiers et la tenue de marché de ces instruments pendant au moins trois ans après l'introduction⁷. Lors de l'introduction, l'ITM, en collaboration avec l'équipe dirigeante et les différents actionnaires de la société, doit rédiger un dossier d'introduction, qui repose en grande partie sur le *business plan* de l'entreprise, et doit proposer un prix d'offre pour l'entreprise concernée⁸.

Dans l'exercice de la valorisation à l'introduction, l'ITM est confronté à un problème de coordination de différentes évaluations provenant des capital-risqueurs, des dirigeants et des investisseurs potentiels du marché financier. Dans un premier temps, ce sont les clients des ITM, c'est-à-dire les capital-risqueurs et les dirigeants des entreprises, qui proposent un prix d'offre des actions. Ce dernier est fixé de telle manière qu'il puisse satisfaire leurs motivations financières,

c'est-à-dire réaliser un certain niveau de taux de rendement interne (TRI). Les dirigeants et les capital-risqueurs peuvent avoir une vision différente de l'évaluation à l'introduction ; les premiers peuvent favoriser la pérennité de l'entreprise, alors que les seconds essaient d'obtenir le TRI le plus élevé afin de satisfaire leurs motivations et celles de leurs pourvoyeurs de fonds. Le rôle de l'ITM consiste alors à évaluer dans quelle mesure le prix d'offre proposé respectivement par les dirigeants et les capital-risqueurs est justifié.

Son rôle est également d'anticiper la réaction du marché financier par rapport au prix proposé et de le réajuster, si nécessaire. Le processus est le suivant : parallèlement aux discussions avec les dirigeants et les capital-risqueurs, l'ITM conduit sa propre analyse au sein de son équipe. Lors d'une première étape, des analyses financières et économiques sont réalisées, à la fois par des intervenants externes et internes à la société de Bourse. En effet, compte tenu du caractère innovant des produits ou des marchés, les introducteurs ont souvent recours à des experts extérieurs. Lors d'une seconde étape, un « premier » prix d'offre résultant de ces analyses est soumis aux vendeurs de la société de Bourse, qui donnent un premier avis et proposent éventuellement un ajustement sur la base de leur connaissance du marché. Certains vendeurs prennent des rendez-vous avec des investisseurs institutionnels susceptibles d'être intéressés, afin que ces derniers indiquent la quantité approximative de titres qu'ils pourraient acquérir au prix proposé. Une nouvelle proposition du prix d'offre émerge de cette rencontre avec les attentes du marché financier. Enfin, l'ITM doit coordonner, dans une étape ultime, sa proposition, celle des dirigeants et celle des capital-risqueurs après de longues négociations. Ainsi, la coordination des comportements des différents acteurs passe par des conventions, c'est-à-dire des règles de comportements. Ces conventions sont construites à partir de différents critères tels que le « pourcentage que l'on doit laisser sur la table »⁹, le TRI jugé « satisfaisant » pour les dirigeants et les capital-risqueurs, ou encore la « juste » rémunération de l'ITM. Cependant, la coordination des comportements des différents acteurs nécessite au préalable que l'ITM parvienne à sa propre construction de la valeur de l'entreprise introduite.

Interprétation et construction de repères conventionnels

Dans un premier temps, le processus de valorisation à l'introduction des ITM peut être appréhendé à l'instar de l'approche du processus d'évaluation des *start-up* mis en œuvre par les capital-risqueurs (Dubocage, 2003). En effet, en situation d'incertitude (Knight, 1921) et s'agissant de l'évaluation des entreprises qu'ils souhaitent introduire, les ITM s'appuient sur des repères conventionnels de qualité qu'ils

interprètent dans le cadre spécifique de l'entreprise qu'ils doivent évaluer (Dubocage, 2003). La rationalité à l'œuvre est ici interprétative (Livet et Thévenot, 1994). De quels repères conventionnels s'agit-il ? Ces derniers sont très variés et dépendent en grande partie de la spécificité de l'entreprise. Il s'agit à la fois de repères qualitatifs et quantitatifs comme les dépôts de brevet, les étapes franchies pour l'autorisation de mise sur le marché pour des entreprises de biotechnologie... La sélection et l'interprétation de ces repères conventionnels dits de qualité sont le produit de l'expertise de l'ITM, qui repose à la fois sur son intuition et sur son expérience. Ainsi, l'ITM identifie les repères, les combine et les hiérarchise pour les interpréter *via* son propre processus cognitif. Une autre caractéristique essentielle de ce processus de décision est que les repères doivent être considérés de façon systématique, tout comme l'analyse proposée par Salais et Storper (1993) des ratios économiques et financiers. Par exemple, un dépôt de brevet, s'il est considéré comme un repère conventionnel de qualité, doit être interprété en lien avec la spécificité de l'entreprise, du marché et de la course à la concurrence¹⁰.

Si la grande diversité des entreprises innovantes, de leur technologie, de leur qualité est au centre de ce processus d'évaluation conventionnelle, une approche plus complète du processus d'évaluation à l'introduction amène à prendre en compte également les anticipations du marché financier, qui vont à leur tour influencer également la valeur supposée de l'entreprise introduite.

Ainsi, il existe des similitudes entre le processus d'évaluation conduit par l'ITM et les travaux existants sur les « conventions financières » (Keynes, 1936 ; Orléan, 1999). Cependant, ces derniers ne peuvent pas être repris *ad hoc* pour rendre compte de la nature conventionnelle de l'évaluation réalisée par les ITM. En effet, dans ces travaux, l'évaluation conventionnelle se concrétise essentiellement par du mimétisme et ce dernier a une double origine : l'incertitude et la liquidité des titres. Dans le cas de la valorisation à l'introduction, la liquidité des titres joue un rôle indirect ; l'ITM prend en compte la représentation des acteurs du marché financier non pas dans le but d'imiter leur comportement d'achat et de vente, mais pour anticiper leur comportement futur d'achat des actions, une fois celles-ci mises à disposition sur le marché. De plus, si l'incertitude à l'introduction est commune avec l'évaluation proposée dans les travaux d'Orléan dans le contexte de la valorisation à l'introduction, cette dernière est liée aux caractéristiques des JEIHT (incertitude technologique, de marché...).

En résumé, une particularité de la valorisation au moment de l'entrée en Bourse est de se situer à la jonction du « monde industriel » (Eymard-Duvernay, 1989 ; Salais et Storper, 1993) et du « monde

financier » (Keynes, 1936 ; Orléan, 1999). En reprenant les propos de Biencourt, Chaserant et Rébérioux (2001), la spécificité de cette approche conventionnelle est de prendre en compte à la fois l'incertitude sur le passé, c'est-à-dire les caractéristiques de l'entreprise, et l'incertitude sur l'avenir, autrement dit les attentes des marchés financiers.

*Poids respectif des repères conventionnels
et influence des autorités de tutelle*

Une question cruciale dans le processus de valorisation à l'introduction concerne le poids respectif des repères conventionnels et plus particulièrement le poids des critères dit « analogiques » vis-à-vis des autres critères. Selon nous et dans la continuité d'une approche contextuelle, c'est la situation particulière de l'entreprise et de l'environnement qui conduit les ITM à attribuer davantage de poids à une dimension ou à une autre. À certains moments, la dimension « analogique » est faible ; en d'autres termes, les ITM s'appuient sur d'autres repères conventionnels. Un ITM interrogé déclarait ainsi rechercher à certains moments « la valeur intrinsèque de la société ». Selon lui, l'évaluation de l'entreprise consistait pour 50 % à évaluer l'équipe managériale, pour 30 % le projet (réalisation d'études de marché, d'enquêtes auprès des fournisseurs...) et pour 20 % à prendre en compte les chiffres de l'analyse financière.

225

D'autres périodes sont marquées par un recours davantage prononcé à une évaluation analogique. Selon cette perspective, pour élaborer le prix d'offre, l'ITM s'appuie essentiellement sur la convention de liquidité telle qu'elle règne sur le marché financier (Orléan, 1999). Il donne, dans l'exercice de valorisation, la prime à l'anticipation du marché. En s'appuyant sur la valeur des titres des entreprises cotées jugées équivalentes, la méthode analogique participe à la diffusion de la convention régnant sur le marché financier. Les ITM ayant valorisé des entreprises du secteur Internet à la fin des années 1990 ont contribué à la propagation de la « convention haussière » des entreprises de ce secteur. En ce sens, nous considérons que la méthode analogique s'assimile à du mimétisme dans la mesure où les ITM répercutent l'opinion du marché.

L'importance de ce mimétisme est d'autant plus forte qu'il y a une effervescence sur le marché financier, couplée à une très forte incertitude. En 2000, la COB soulignait les obstacles à la valorisation rencontrés lors de l'entrée en Bourse de la JEIHT. Elle a notamment insisté sur les incertitudes d'ordre structurel considérées comme déterminantes : « les entreprises, les analystes et les investisseurs comme les régulateurs ne disposent pas d'une grille sûre d'analyse

des nouveaux métiers parce que les modalités économiques, commerciales, financières et technologiques de leur développement sont mal connues et mal stabilisées ». Un ITM admet que lors de la période d'euphorie sur les valeurs Internet, il surévaluait des entreprises parce que tout le monde le faisait, « l'important était alors de s'en débarrasser rapidement pour ne pas être le dernier acquéreur... ».

Par ailleurs, lors de l'engouement pour les valeurs Internet, les autorités de tutelle du marché ont contribué également à favoriser les comportements d'évaluation « mimétiques », en permettant l'introduction d'entreprises de plus en plus jeunes et en réduisant la période de *lock up* de trois ans à un an. Premièrement, la Société du Nouveau Marché (SNM) qui était l'entreprise de marché du Nouveau Marché avant la création d'Euronext (en 2000)¹¹ a fait l'objet d'un certain nombre de critiques, selon lesquelles les dossiers d'admission du Nouveau Marché étaient mal sélectionnés ; notamment des entreprises de mauvaise qualité ou qui ne correspondaient pas au profil du Nouveau Marché ont été introduites (Perwald, 2002 ; Revest, 2010). La possibilité d'introduire des entreprises non rentables a conduit les capital-risqueurs à transférer le risque associé à leurs investissements sur le marché financier (Dubocage, 2003 ; Hege, 2001). Les ITM ont alors été amenés à évaluer des entreprises, alors qu'ils ne possédaient pas les compétences nécessaires pour le faire. Ainsi, en 1999, un ITM témoigne : « Nous nous sommes substitués au capital-risque et ce n'était pas notre rôle ». Dès lors, la capacité des ITM à établir un prix d'offre pertinent peut être questionnée. On peut citer le cas d'une évaluation de la même entreprise innovante par deux ITM aux prix de 500 MF pour le premier et de 1 MdF pour le deuxième.

La règle de *lock up* constitue une seconde illustration de l'influence des autorités boursières sur les introductions. Cette règle oblige certains actionnaires à détenir un pourcentage minimum d'actions pendant une certaine période après l'introduction et a pour objectif d'éviter la revente trop rapide des titres de l'entreprise¹². En 1998, la SNM a donc décidé de réduire cette période de trois ans à un an. Ce changement de règle, qui a modifié la perception dans le temps de l'entreprise, passant du moyen terme à du court terme, a pu entraîner un changement du comportement des capital-risqueurs. En effet, ces derniers étant intéressés par le prix de l'entreprise à la fin de la période de *lock up*, la réduction de la période de trois ans à un an atténue la contrainte d'une évaluation de qualité lors de l'introduction.

Le comportement de la SNM peut être éclairé par la concurrence très forte qui existait alors entre le Neuer Markt et le Nouveau Marché¹³. Le Neuer Markt créé un an après le Nouveau Marché s'était imposé à la fin des années 1990 comme le marché européen des valeurs de

croissance (Peukert, 2003 ; Burghof et Hunger, 2004). En 2001, alors que l'on dénombrait 164 firmes sur le Nouveau Marché, le Neuer Markt cotait 340 firmes. La concurrence du Neuer Markt a conduit la Bourse de Paris à accepter des entreprises soit qui n'étaient pas des entreprises de croissance, soit qui n'étaient pas fiables. Ainsi, un ITM interrogé en 1999 (Revest, 2001) soutient que les « critères d'admission de la SNM manquaient de professionnalisme et étaient guidés par la volonté d'avoir un bon indice de marché par rapport au marché allemand ». De même, concernant la réduction de la période de *lock up*, Perwald (2002) note que « ...de nombreux actionnaires majoritaires trouvaient cette obligation trop contraignante. Les autres marchés européens pour les valeurs de croissance exhibaient une période de conservation plus courte ». Ainsi, le moment du changement de la période de *lock up* a été influencé par les procédures en cours sur les autres marchés européens de croissance. D'une certaine manière, le comportement des autorités de tutelle françaises lors de la bulle Internet illustre bien, selon nous, le dilemme auquel sont confrontés les Bourses entre compétitivité et régulation (Sheng, 2006). Si la protection des investisseurs inclut l'introduction de firmes de qualité et une évaluation pertinente à l'introduction, alors le Nouveau Marché a failli dans sa fonction de régulateur à la fin des années 1990¹⁴. La tension entre des motivations concurrentielles et des objectifs de régulation, concernant notamment la sécurité des transactions et la protection des investisseurs, peut conduire les autorités de marché à prendre des décisions non pertinentes quant à la cohérence des règles d'échange.

La forte incertitude qui caractérise la valorisation à l'introduction ainsi que l'existence d'un problème de coordination nous ont conduites à développer une approche conventionnelle de la valorisation à l'introduction des jeunes entreprises innovantes sur le Nouveau Marché à la fin des années 1990. Nous avons souligné le rôle central des ITM dans la coordination des valorisations provenant des capital-risqueurs et des dirigeants d'entreprise. Afin de surmonter les multiples types d'incertitudes, les ITM ont recours à différents experts et doivent interpréter et coordonner les différentes évaluations proposées. Face à ce processus complexe, les ITM s'appuient sur un ensemble de repères conventionnels, soit directement liés aux caractéristiques intrinsèques de la firme évaluée, soit provenant de la construction d'analogies avec d'autres firmes cotées. Différents facteurs (identité des acteurs, caractéristiques des entreprises cotées...) conduisent à donner plus de poids à la première ou à la deuxième alternative. Le contexte institutionnel peut également influencer l'importance relative des repères conven-

tionnels mobilisés. Nous avons montré comment les autorités de marché françaises avaient contribué, lors de la bulle Internet, au moins en partie, à renforcer les évaluations mimétiques.

Si le Nouveau Marché n'existe plus, la question de l'évaluation du prix d'offre des jeunes entreprises innovantes reste d'actualité ; cette question étant directement rattachée à la problématique des modes de financement des jeunes entreprises innovantes (Revest et Sapio, 2009). Dans une étude conduite sur Alternext entre 2004 et 2005, Boisselier et Dufour (2007) mettent en doute la mise en œuvre effective des méthodes d'évaluation fondées sur les DCF. Ainsi, dans ce domaine, il semble qu'il reste encore à penser, à imaginer et à construire des indicateurs qui pourraient permettre de mieux appréhender l'évaluation à l'introduction de jeunes entreprises innovantes.

NOTES

228

1. Il a été remplacé par Alternext, créé le 17 mai 2005. Cependant, Alternext n'est pas dédié aux entreprises de croissance, mais est destiné plus largement aux petites et moyennes entreprises de la zone euro. On comptait 126 sociétés cotées en octobre 2009.
2. Pour une analyse du capital-risque, voir : Dubocage (2010) et Dubocage et Rivaud-Danset (2006).
3. Huit entretiens ont été réalisés auprès d'ITM du Nouveau Marché.
4. C'était l'équivalent italien du Nouveau Marché français.
5. Sur la Bourse de Paris, le lien entre les comportements spéculatifs et les rendements anormaux a été mis en lumière également par Derrien (2005).
6. Au sein de l'économie des conventions, Batifoulier (2001) distingue l'approche interprétative de l'approche stratégique qui insiste davantage sur la convention en termes d'ordre spontané.
7. Les ITM étaient des intermédiaires spécifiques au Nouveau Marché. Le rapport de Roger et Faure (1995) à l'origine de la construction du Nouveau Marché insiste sur le rôle de « parrain » de l'entreprise que devait jouer l'ITM.
8. En réalité, on peut distinguer « deux » prix d'offre qui se succèdent. Le premier est le prix d'offre déterminé en amont et qui résulte de la valeur donnée par l'ITM et l'équipe dirigeante à l'entreprise. Le deuxième est le prix d'offre qui « apparaît » sur le marché et qui est affecté par le choix de la technique d'introduction et des comportements d'*underpricing* (offre en dessous du prix).
9. Pratique connue sous le nom d'*underpricing* (cf. note 8 pour l'explication du terme).
10. Ce point rejoint l'approche sociologique présentée par Beunza et Garud (2007) à propos de l'évaluation par les analystes financiers de la société Amazon sur le Nasdaq à la fin des années 1990.
11. En 2007, le groupe Euronext a, à son tour, fusionné avec le NYSE pour donner naissance à la société holding NYSE Euronext.
12. Nous pourrions également mentionner le choix de la technique d'introduction. Dans le cas du Nouveau Marché, c'est la technique du livre d'ordres ou du placement qui a été choisie et conservée entre 1996 et 2005 (Boutron et *al.*, 2006).

13. Posner (2005) a montré comment la Commission européenne a fortement influencé la création des nouveaux marchés européens, faisant de cette création un enjeu politique.
14. Le Neuer Markt a disparu en 2002, après la révélation de nombreux scandales (Burghof et Hunger, 2004).

BIBLIOGRAPHIE

- BASSO O. et BIELICZKY P. (1999), *Guide pratique du créateur de JEIHT*, Éditions de l'Organisation.
- BATIFOULIER Ph. (2001), *Théorie des Conventions*, Economica.
- BERNASCONI M. et MONSTED M. (2000), *Les start-up high-tech : création et développement des entreprises technologiques*, Dunod.
- BEUNZA D. et GARUD R. (2007), « Calculators, Lemming or Frame Makers? The Role of Security Analysts », *The Sociological Review*, vol. 55, n° 2, pp. 13-39.
- BIENCOURT O., CHASERANT C. et RÉBÉRIOUX A. (2001), « L'économie des conventions : l'affirmation d'un programme de recherche », in *Théorie des conventions*, ouvrage dirigé par Batifoulier P., Economica.
- BOISSELIER P. et DUFOUR D. (2007), « Comptabilité et valorisation à l'introduction sur Alternext (2005-2006) », LEM (Lille Economie Management), *document de travail*, n° 2007-07.
- BOTTAZZI L. et DA RIN M. (2002), « Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies », in *Economic Policy*, De Menil G., Sinn H. et Portes R. (éd.), Blackwell Publishing.
- BOUTRON E. et al. (2006), « Les procédures d'introduction en Bourse en Europe : évolution des pratiques et perspectives », *Revue d'économie financière*, n° 82.
- BURGHOF H. P. et HUNGER A. (2004), « The Neuer Markt : an (Overly) Risky Asset of Germany's Financial System », in *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, Giudici G. et Roosenboom P. (éd.), *Advances in Financial Economics*, vol. 10, pp. 295-329.
- CASSIA L., PALEARI S. et VISMARA S. (2004), « The Valuation of Firms Listed on the Nuovo Mercato : the Peer Comparables Approach », in *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, Giudici G. et Roosenboom P. (éd.), *Advances in Financial Economics*, vol. 10, pp. 113-129.
- CHAHINE S. (2004), « Long-Run Abnormal Return after IPOs and Optimistic Analysts' Forecasts », *International Review of Financial Analysis*, vol. 13, n° 1, pp. 83-103.
- COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES (1993 et 1995), Office des publications officielles des communautés européennes, Luxembourg.
- COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE (2000), « Nouvelle économie et protection de l'épargne », *Bulletin*, n° 350, octobre.
- COPELAND T., KOLLER T. et MURRIN J. (2000), *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, New-York : Wiley, troisième édition.
- DAMODARAN A. (2002), *Investment Valuation : Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*, Wiley Finance.
- DEMERS E. et LEV B. (2001), « A Rude Awakening : Internet Shake-out in 2000 », *Review of Accounting Studies*, vol. 6, pp. 331-359.
- DERRIEN F. (2005), « IPO Pricing in Hot Market Conditions : who Leaves Money on the Table? », *Journal of Finance*, vol. 60, n° 1, pp. 487-521.
- DUBOCAGE E. (2003), *Le capital-risque : un mode de financement dans un contexte d'incertitude*, thèse de doctorat en sciences économiques, université Paris XIII, décembre.
- DUBOCAGE E. (2010), « Les spécificités du métier de capital-risqueur », in *De l'idée à l'organisation*, Paris : Vuibert, (à paraître).
- DUBOCAGE E. et RIVAUD-DANSET D. (2006), « Le capital-risque », *Repères*, n° 445, p. 128.

EYMARD-DUVERNAY F. (1989), « Convention de qualité et formes de coordination », *Revue économique*, n° spécial, pp. 329-359.

GIUDICI G. et ROOSENBOOM P. (2004), « The Long-Term Performance of Initial Public Offerings on Europe's New Stock Markets », in *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, Giudici G. et Roosenboom P. (éd.), *Advances in Financial Economics*, vol. 10, pp. 329-354.

GOERGEN et al. (2004), « The Rise and Fall of the European New Markets : on the Short and Long-Term Performance of High Tech Initial Public Offerings », in *Venture Capital Contracting and the Valuation of High Tech Firms*, McCahery J. et Renneboog L. (éd.), Oxford University Press, pp. 464-492.

HAND R. M. (2001), « The Role of Book Income, Web Traffic and Supply and Demand in the Pricing of US Internet Stocks », *European Finance Review*, vol. 5, pp. 295-314.

HEGE U. (2001), « L'évaluation et le financement des start-up Internet », *Revue économique*, vol. 52.

JOHNSTON J. et MADURA J. (2002), « The Performance of Internet Firm Following their Initial Public Offering », *The Financial Review*, vol. 37, pp. 525-550.

KEYNES J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris : Payot, réimpression, 1969.

KIM M. et RITTER J. R. (1999), « Valuing IPOs », *Journal of Financial Economics*, vol. 53, pp. 409-437.

KNIGHT F. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, University of Chicago Press.

LARQUIER G, BESSIS, F. et BATIFOULIER P. (2006), « La dimension conventionnelle de la coordination », *EconomiX*, colloque pluridisciplinaire intitulé « Coordination et sciences sociales », 22 septembre 2006, université Paris X, Nanterre.

LIU J., NISSIM D. et THOMAS J. (2002), « Equity Valuation Using Multiples », *Journal of Accounting Research*, vol. 40, pp. 135-172.

LIU J., NISSIM D. et THOMAS J. (2004), « Price Multiples Based on Forecasts and Reported Values of Earnings, Dividends, Sales and Cash Flows : an International Analysis », *Working Paper*, Yale University.

230

LIVET P. et THÉVENOT L. (1994), « Les catégories de l'action collective », in *Analyse économique des conventions*, Orléan A. (éd.), PUF.

LJUNGVIST A. et WILHEM W. (2003), « IPO Pricing in the Dot-Com Bubble », *Journal of Finance*, vol. 58, pp. 723-752.

OFEK E. et RICHARDSON M. (2002), « The Valuation and Market Rationality of Internet Stock Prices », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 18, pp. 265-287.

ORLÉAN A. (1999), *Le Pouvoir de la finance*, Odile Jacob.

PERWALD K. (2002), *Le NM : un outil évolutif pour le financement des entreprises de croissance*, thèse de doctorat en droit privé, université Paris I, janvier.

PEUKERT H. (2003), « The German Neuer Markt as an Adaptive Institution », in *The Evolutionary Analysis of Economic Policy*, Pelikan P. et Wegner G. (éd.), Cheltenham : Edward Elgar.

POSNER E. (2005), « Sources of Institutional Change : the Supranational Origins of Europe's Stock Markets », *World Politics*, vol. 58, n° 1, pp. 1-40.

PURNANANDAM A. K. et SWAMINATHAN B. (2004), « Are IPOs Really Underpriced », *Review of Financial Studies*, vol. 17, pp. 811-848.

REVEST V. (2001), « Le Nouveau Marché : la construction d'une identité », *Revue d'économie financière*, n° 61, pp. 193-202.

REVEST V. (2010), « The Failure of the French New Market and the Dynamics of Rules », in *Markets and the Organisation of Exchange*, CRIC Manchester University Press Series, *New Dynamics of Innovation and Competition*, Metclafe S., Harvey M. et Rivaud-Danset D. (éd.), (à paraître).

REVEST V. et SAPIO S. (2009), « Financing Technology-Based Small Firms in Europe : what Do We Know ? », EAEPE Conference, Amsterdam, 6-8 novembre.

RIBEIRO L. et TIRONI L. F. (2006), « The Role of Venture Capitalists in the Identification and Measurement of Intangible Assets », Social Science Research Network, octobre.

ROGER B. et FAURE P. (1995), *Nouveau Marché*, rapport du groupe de travail SBF, Bourse de Paris, pp. 1-44.

- SALAI R. et STORPER M. (1993), *Les mondes de production*, Éditions de l'École des hautes études en sciences sociales.
- SCHULTZ P. H. et ZAMAN M. (2001), « Do the Individual Closest to Internet Firms Believe They Are Overvalued ? », *Journal of Financial Economics*, vol. 59, pp. 347-381.
- SHENG A. (2006), « Démutualisation des Bourses : une condition préalable à une nouvelle capacité d'innovation », *Revue d'économie financière*, n° 82.
- SHERMAN A. E. (2002), « Global Trends in IPO Methods : Bookbuildings versus Auctions », *Working Paper*, University of Notre Dame (Indiana).
- TRUEMAN B., WONG M. H. F. et ZHANG X. (2000), « The Eyeballs Have It : Searching for the Value in Internet Stocks », *Journal of Accounting Research*, vol. 38, pp. 137-170.
- VERNIMMEN P. (2000), *Finance d'entreprise*, Dalloz.
- YEO K. T. et QIU F. (2003), « The Value of Management Flexibility - a Real Option Approach to Investment Evaluation », *International Journal of Project Management*, vol. 21, pp. 243-250.

