

Choc des cultures entre Wall Street et la Silicon Valley

LE MONDE | 31.05.2012 à 14h26 • Mis à jour le 31.05.2012 à 14h26

Par Augustin Landier, professeur à l'Ecole d'économie de Toulouse

Avant la mise à flot de l'action Facebook sur le Nasdaq le 18 mai, beaucoup voulaient croire à une envolée du cours qui aurait été le déclencheur d'une vague d'introductions en Bourse de valeurs technologiques ; et le signe d'une réconciliation des petits investisseurs avec Wall Street , de l'"économie réelle" avec la finance...

Le moins qu'on puisse dire est que cette nouvelle lune de miel entre le monde des geeks (fous de nouvelles technologies) et celui des épargnants et des banquiers ne s'est pas produite. Pour commencer , l'envolée tant attendue de l'action Facebook n'a pas eu lieu. Introduite à 38 dollars (30,30 euros), celle-ci a été soutenue par les banques pour terminer sa première journée de cotation sur une hausse microscopique ; puis son cours s'est effrité jour après jour. Les investisseurs sont furieux. Les procès se multiplient et visent notamment la banque d'affaires Morgan Stanley, accusée d'avoir informé certains clients privilégiés d'un ralentissement anticipé de la croissance de Facebook. Ce dernier se voit reprocher d'avoir omis de rendre publiques ces informations négatives. La presse américaine parle de scandale. Que s'est-il passé ?

Les médias sont unanimes à voir dans cette introduction une sérieuse débâcle pour l'entreprise phare du réseau social . Il est trop tôt pour anticiper sur l'issue des procédures légales, mais il est important de saisir la logique économique qui sous-tend cette affaire. Lors d'une introduction en Bourse, une entreprise vend une partie de son capital. Les banquiers d'affaires à qui l'introduction est confiée estiment l'appétit pour l'action auprès de leurs plus gros clients institutionnels.

Une fois le prix d'introduction fixé, les banques vendent à leurs clients les parts qu'ils ont accepté d'acheter . Puis, l'action est mise en Bourse, et son cours vit sa vie. Financièrement, l'entreprise qui est introduite en Bourse a intérêt à maximiser son prix d'introduction. La hausse d'une action le jour de son introduction, c'est autant de perdu pour les actionnaires initiaux de l'entreprise. A l'inverse, vendre à un prix élevé, c'est une bonne affaire. Les banques ont de leur côté des intérêts différents : elles aiment viser un prix d'introduction bas, car cela leur permet de fidéliser leurs clients privilégiés en leur proposant des actions qui vont grimper ...

Il est d'usage que les entreprises tolèrent que le prix d'introduction soit en dessous de ce que la demande du marché justifierait. Cela crée la fameuse envolée de première journée : 15 % en moyenne aux Etats-Unis . Cette sous-valorisation moyenne de 15 %, interprétée comme le symptôme d'une introduction réussie est donc en réalité une sorte de taxe prélevée sur les entrepreneurs par les financiers ; d'autant que les banques se réservent le droit de vendre une couche supplémentaire d'actions au prix initial, s'il s'avère que c'est profitable !

Pour convaincre les entreprises d'accepter ces ventes d'actions soldées, les banques d'affaires

brandissent le risque qu'une déception chez les investisseurs ne les rende défiants à l'avenir , ce qui limiterait la capacité de l'entreprise à revenir plus tard sur les marchés. Dans le cas de Facebook, cette menace n'était guère crédible : l'entreprise est déjà mûre et pourra s'autofinancer ; elle n'est en bourse que parce que la loi l'impose dès que le nombre d'actionnaires devient important...

En comparaison d'une introduction typique, c'est donc Facebook qui avait le dessus. La peur de voir 150 millions de dollars (120,7 millions d'euros) d'honoraires partir en fumée a dû faciliter la négociation avec Morgan Stanley. On peut penser que Facebook a forcé la main de ses banquiers pour leur arracher une valorisation élevée. Le relèvement, à quelques jours de l'introduction, du nombre d'actions mises en vente et de la fourchette de prix annoncée aux investisseurs semble en témoigner. Et c'est aux banquiers que le mécontentement des institutionnels sera préjudiciable.

Cet épisode rappelle l'introduction en Bourse de Google , qui avait aussi rechigné à se plier à ce bizutage. Agacés par le côté peu transparent du processus d'introduction en Bourse, les fondateurs de Google avaient décidé de fabriquer eux-mêmes leur propre mécanisme de mise aux enchères. Le fondateur de Facebook, Mark Zuckerberg, partage avec ceux de Google le mépris des conventions sociales arbitraires et des rentes acquises qui ne sont pas la contrepartie d'un talent créatif.

Si faire de l'argent est pour M. Zuckerberg un moyen et pas une fin, il déteste enrichir des individus qui n'ont pas contribué à la création de la valeur de l'entreprise. Dans ses contacts avec les investisseurs, il a multiplié les provocations comportementales, pour signifier qu'il ne faisait pas allégeance à leur monde. Comme dans le cas de Google, le prospectus d'introduction en Bourse de Facebook ne manque pas de bravade : le but affiché de l'entreprise n'est pas de maximiser les profits, mais d'avoir de l'impact sur la société, et Zuckerberg conserve, grâce à des actions à droit de vote multiples, un contrôle sur la firme.

En refusant le "discount" de 15 % sur son émission et en imposant une survalorisation de 16 %, Facebook aura créé 5 milliards de dollars supplémentaires pour ses actionnaires initiaux. Si on peut douter de la légalité de ce bizutage à rebours, une chose est certaine, il est conforme à la culture du hacking vantée par Facebook dans son prospectus : *"Tester les limites et ne pas craindre de casser des choses au passage."*

Augustin Landier, professeur à l'Ecole d'économie de Toulouse