

Les valeurs Internet, un véritable Las Vegas en ligne

Par Christophe J. Nijdam. Associé-gérant de Capitalaction et maître de conférences à Sciences Po Paris.

Introduite au Nasdaq l'été dernier, le cours de Bourse de eBay s'est apprécié de 2.694 %, passant de 8 dollars à 234 dollars en avril (de 7,65 à 223,88 euros, de 50,18 à 1.468,56 francs) : vingt-huit fois la mise... Son cours se situe actuellement aux alentours de 170 dollars. « Aux alentours » car il varie de 10 % au sein d'une même séance. A ce niveau, eBay a une capitalisation boursière de 21 milliards de dollars. Par comparaison, la capitalisation d'eBay représente 70 % de celle de Carrefour, notre star de la distribution. Quelle est cette nouvelle comète du commerce électronique ? eBay.com est un site de ventes aux enchères entre particuliers. La liste des 2,3 millions d'objets mis en vente, répertoriés en 1.627 catégories, se lit comme un inventaire à la Prévert. Le modèle économique d'eBay repose sur un droit d'inscription par objet mis en vente allant de 0,25 à 2 dollars. En cas de vente, eBay facture en sus au vendeur une commission dégressive (entre 5 % et 1,25 %). Pour ceux qui ne désirent pas rester collés à leur écran afin de ne pas se faire souffler un objet par une surenchère de dernière minute, eBay appelle à la rescousse ses petits « elfes » : une appellation contrôlée pour son système automatisé de surenchères graduées, dans la limite que s'est fixée l'acquéreur. Le succès d'eBay est à la dimension du marché américain des ventes entre particuliers par le biais des petites annonces (50 milliards de dollars en 1997) : 289.000 ventes aux enchères se sont tenues sur eBay en 1996, 33,7 millions en 1998 représentant un volume d'affaires traitées de 745 millions de dollars. eBay intervenant comme un commissaire-priseur virtuel, son chiffre d'affaires en propre s'établit aux environs de 6 % du volume d'affaires traitées : il a ainsi atteint 47,4 millions de dollars en 1998, et s'établissait à 34 millions de dollars au premier trimestre 1999. Malgré une part croissante de frais commerciaux (40 % de son chiffre d'affaires), eBay dégage un résultat bénéficiaire en forte croissance (2,4 millions de dollars en 1998, 5,9 millions de dollars au premier trimestre 1999) : il est vrai qu'elle a trouvé le moyen de s'épargner une main-d'oeuvre

nombreuse (198 salariés actuellement), à la plus grande joie des « gnomes électroniques » que sont ses « elfes » (Carrefour emploie plus de 110.000 personnes). Le « gnome électronique », nouvelle martingale de la création de valeur actionnariale ? Malgré sa très forte croissance au potentiel non encore épuisé, le chiffre d'affaires d'eBay ne représente que 0,4 % de celui de Carrefour... Les valeurs Internet ont été jusqu'à présent un véritable cassetête à évaluer intrinsèquement d'après les méthodes traditionnelles (Gordon, Bates...), basées sur la croissance des bénéficiaires alors que ces entreprises sont déficitaires. Du coup, certains analystes se sont forgé de nouveaux outils : multiples par nombre de visiteurs, de pages vues sur le site... Ces méthodes laisseront des traces dans les annales de la finance sous une appellation commune : la valorisation par le gnome. Heureusement pour les analystes et théoriciens de la finance désorientés, eBay est arrivée : elle est en effet à ce jour la seule entreprise de commerce électronique cotée au Nasdaq à être bénéficiaire. Un gérant de fonds américain, David Dreman, a récemment évalué eBay selon le modèle de Gordon. En retenant des hypothèses de croissance volontairement caricaturales, il est arrivé à une évaluation intrinsèque de 6 dollars par action, à rapprocher du cours de bourse de 170 dollars. Les hypothèses de Dreman correspondent à un taux composé moyen annuel de 23 % pour chacune des vingt et une prochaines années : une supposition très aléatoire dans le domaine de la haute technologie sur un horizon aussi long. Cette croissance implique qu'eBay détiendrait en 2020 une part de marché supérieure à l'intégralité des ventes entre particuliers aux Etats-Unis ! Après 2020, Dreman retient une croissance à l'infini de 7,5 %... Et quand donc l'activité d'eBay dépassera-t-elle la taille du PNB des Etats-Unis ? D'ici là, les « gnomes » auront peut-être éliminé l'espèce humaine et s'échangeront entre eux les actions grâce au système automatisé de surenchères informatiques, non plafonné cette fois. A moins qu'ils ne soient déjà parmi nous ? La question est opportune : comment, sinon, expliquer la valeur boursière d'eBay alors que la notice d'introduction en Bourse ne recense pas moins de trente-deux risques ? Selon l'agence Reuters, chaque jour, sept millions et demi d'Américains font l'aller-retour dans la même journée sur les actions grâce aux cent vingt services de courtage boursier en ligne recensés outre-Atlantique. Les histoires d'Américains abandonnant leur métier au profit du day trading sur les valeurs Internet se multiplient. La compulsion est telle que des centres de désintoxication, destinés à l'alcoolisme et aux jeux de hasard, ont ouvert des sections pour les « day traders » ! Les « day traders » sont « gnomifiés » dans le cas d'eBay où les transactions

boursières atteignent un volume quotidien de 750 millions de dollars, avec un effet pyramidal sur un flottant réduit. Ce volume correspond au tiers de ce qui se traite chaque jour sur le CAC 40. Le capital flottant d'eBay les actions disponibles dans le public change de mains chaque semaine. Celui de France Télécom, longtemps critiqué pour son étroitesse, ne change de mains que tous les six mois. Nous avons découvert l'été dernier, à l'occasion des péripéties du hedge fund LTCM, la résurgence du « risque systémique » : le risque de réaction en chaîne des marchés financiers, de plus en plus complexes et interdépendants. Le casino boursier Internet n'est pas sans présenter un tel risque pour le reste de la Bourse américaine, elle-même en surchauffe. Le professeur Joseph Lawrence de l'université de Princeton a néanmoins déclaré : « Le consensus du jugement de millions de gens dont les évaluations jouent sur cet admirable marché qu'est la Bourse, c'est que les actions [américaines] ne sont pas surévaluées. » Il a ajouté : « Qui sont donc ces hommes possédant une sagesse universelle qui leur donnerait le droit de mettre un veto sur le jugement de cette multitude intelligente ? » Nous lui proposons les noms d'Alan Greenspan, Warren Buffett et George Soros. Pour être complet, il convient de préciser que le professeur Lawrence a fait cette déclaration en 1929.

Publié dans *La Tribune* du 01/06/1999