

2011.3512.9

ÉCOLE DES HAUTES ÉTUDES COMERCIALES
AFFILIÉE À L'UNIVERSITÉ DE MONTRÉAL

**Le Premier Appel Public à l'Épargne de Google:
Une étude de cas**

Par
Néjib ZAOUALI

Sciences de la gestion

Mémoire présenté en vue de l'obtention du
grade de maîtrise ès sciences (M. Sc.)

Septembre 2006
© Néjib ZAOUALI, 2006.

No 157
2006

DÉCLARATION DE L'ÉTUDIANTE, DE L'ÉTUDIANT
ÉTHIQUE EN RECHERCHE AUPRÈS DES ÊTRES HUMAINS

Recherche sans collecte directe d'informations

Cette recherche n'impliquait pas une collecte directe d'informations auprès de personnes (exemples : entrevues, questionnaires, appels téléphoniques, groupes de discussion, tests, observations participantes, communications écrites ou électroniques, etc.).

Cette recherche n'impliquait pas une consultation de documents, de dossiers ou de banques de données existants qui ne font pas partie du domaine public et qui contiennent des informations sur des personnes.

Titre de la
recherche :

Le premier appel public à l'épargne
de Google = Une étude de Cas.

Nom de l'étudiante,
de l'étudiant :

Néjib ZAOUALI

Signature :

Néjib Zaouali

Date :

1^{er} Septembre 2006

RÉSUMÉ

Les émissions initiales constituent pour les firmes une étape cruciale dans leurs cycles de développement. Grâce à Internet, les mécanismes et les processus d'introduction en bourse ont évolué et le rôle de chacun des acteurs est redéfini. Désormais, l'entrée en bourse se démocratise en permettant aux firmes de vendre directement leurs actions aux investisseurs individuels. Compte tenu de cette nouvelle réalité, il devient important d'étudier les défis que pose l'emploi de méthodes non conventionnelles d'introduction en bourse. Ainsi ce travail aide à la compréhension de l'efficacité de ce genre de mécanismes.

Google a été pionnière dans ce domaine à travers son adoption d'un processus et d'un mécanisme d'introduction peu conventionnels. Il s'agit d'une vente aux enchères modifiée à travers laquelle elle cherche à limiter le pouvoir discrétionnaire des banques d'investissements surtout en terme de sous-évaluation de la véritable valeur de ses actions. C'est ce qui fait l'intérêt du choix de cette firme pour cette étude.

Dans le cadre de ce travail, on a opté pour un choix méthodologique très peu employé en finance. Il s'agit de l'approche d'étude de cas détaillée afin d'examiner si la question de la fixation du prix d'émission et du processus afférent. Ce choix s'appuie sur des arguments solides dont les caractéristiques uniques de Google et l'originalité de son mécanisme d'introduction sont les éléments les plus saillants.

Les résultats trouvés permettent de dire que Google a pu éviter une importante sous-évaluation de ses actions. En fait, le prix d'émission qu'elle a fixé et pratiqué est à peu près égal à la valeur de l'action qu'on a calculé via l'emploi de deux méthodes d'évaluation.

SOMMAIRE

TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES TABLEAUX ET FIGURES

REMERCIEMENTS

1. INTRODUCTION

2. ÉTAT DE LA QUESTION

2.1 Introduction

2.2 Les déterminants et avantages de la décision de faire un premier appel public à l'épargne

2.2.1 Les déterminants de la décision de faire un premier appel public à l'épargne

2.2.2 Les avantages sous tendant la décision de faire un premier appel public à l'épargne

2.3 Les mécanismes d'introduction en bourse

2.3.1 La méthode du carnet d'ordres "*bookbuilding*"

2.3.2 La méthode de vente aux enchères "*Dutch auction*"

2.3.3 Comparaison de la vente aux enchères *Versus* la méthode du carnet d'ordre

2.4 L'évaluation des firmes faisant appel public à l'épargne

2.4.1 Synthèse de la littérature

2.4.1.1 L'évaluation des premières introductions et la structure de propriété de la firme émettrice.

2.4.1.2 L'évaluation des premières introductions et les données comptables

2.4.1.3 L'évaluation des premières introductions des firmes technologiques

2.4.2 Les méthodes et modèles d'évaluation

2.4.2.1 Les approches et méthodes d'évaluation

2.4.2.2 L'actualisation des flux monétaires pour les firmes technologiques

2.5 La performance à court terme des premières introductions en bourse

2.6 Conclusion

3. MÉTHODOLOGIE

3.1 Introduction

3.2 La méthodologie de l'analyse de cas

3.3 La compagnie Google Inc.

3.4 Le contexte du premier appel public à l'épargne

3.4.1 Le marché américain des premières introductions en 2004

3.4.2 Le premier appel public à l'épargne de Google Inc.

3.5 L'évaluation de Google Inc.

3.5.1 Méthode d'actualisation des flux monétaires disponibles

3.5.2 Modèle d'évaluation par les multiples

3.6 Analyse des résultats et conclusion

4. CONCLUSION

ANNEXES

BIBLIOGRAPHIE

LISTE DES TABLEAUX ET FIGURES

TABLEAUX

- Tableau 1: Les avantages des PAPE
- Tableau 2: Le calcul des flux monétaires disponibles aux actionnaires
- Tableau 3 : Le volume des PAPE
- Tableau 4 : La performance des PAPE
- Tableau 5 : Le nombre des PAPE par industrie high-tech
- Tableau 6 : Calcul du coût du capital
- Tableau 7: Calcul des *Free Cash-Flow* Disponibles
- Tableau 8: Actualisation des *Free Cash-Flow* Disponibles

FIGURES

- Figure 1: Les différentes approches d'évaluation

REMERCIEMENTS

Ce mémoire n'aurait pu être mené à bien sans les conseils et les encouragements du Professeure Narjess Boubakri, ma directrice de mémoire. Je tiens à lui exprimer mes plus sincères remerciements.

Je remercie également ma mère et mon père pour leurs précieux conseils et leur affection. Une mention spéciale pour mon épouse Salma dont le soutien a été pour moi salubre dans les périodes les plus difficiles.

1. INTRODUCTION

L'introduction en bourse constitue pour une firme une source de financement très importante. Elle constitue un passage stratégiquement important permettant d'aller chercher des capitaux à des coûts raisonnables. L'objectif étant de financer des projets d'investissement capables de générer des rendements supérieurs.

Dans cette perspective les dirigeants de Google inc se sont rendus compte que rester encore plus longtemps une compagnie privée risque de compromettre leur croissance future. Plusieurs actionnaires partageaient le même avis. Il s'agit tout particulièrement des sociétés de capital de risque qui voient en un premier appel public à l'épargne (PAPE ou IPO) une bonne opportunité financière.

Tout au long de l'an 2003, des rumeurs évoquant un éventuel PAPE de Google circulaient avec persistance à Wall Street. Au début de l'an 2004, il est devenu certain que cette première introduction en bourse aura lieu. Le prix d'émission prévu devrait se situer entre 108 et 135\$. Sur la base de ces chiffres, Le PAPE de Google serait l'un des plus importants de ces dernières années marquées par la raréfaction des PAPE aux États-unis. Le 29 Avril 2004, les dirigeants de Google avaient déposé leur *IPO filing* auprès de la *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Ce PAPE marque un tournant dans l'histoire de Google inc. et promettait de révolutionner les marchés financiers au regard d'un certain nombre de caractéristiques uniques. Il s'agit (1) du mécanisme de fixation du prix de l'action modelé à la "*Dutch auction*", formule peu utilisée dont l'objectif est d'assurer un processus d'attribution des actions qui soit juste, équitable, transparent et ouvert à tous les investisseurs, individuels et institutionnels, de sorte qu'on puisse réduire la sous évaluation initiale ; (2) du rôle restreint des syndicats bancaires à qui on confiait habituellement la fixation du prix des actions ainsi que leur

placement; et (3) de la double structure de propriété "*Dual class shareholder structure*" qui permet aux fondateurs de maintenir le contrôle de la firme.

Il convient de rappeler qu'en choisissant l'organisation d'une enchère ouverte à tous les investisseurs pour vendre ses actions, Google inc cherche principalement à limiter le pouvoir discrétionnaire des banques d'investissements pour ne pas leur laisser une rente trop importante étant donné l'ampleur de la transaction. Par rente on fait référence aux commissions mais surtout à la sous-évaluation initiale que ces banques utilisent pour récompenser leurs clients quant à la divulgation d'informations importantes sur la valeur de l'émetteur.

Au regard des caractéristiques uniques de cette introduction en bourse, on soulève une question de recherche intéressante pour notre compréhension des émissions initiales dans le secteur de la haute technologie. La question ici est à savoir si la décision de recourir à une vente aux enchères modifiée comme mécanisme d'introduction en bourse a permis à Google de réduire la sous-évaluation initiale. Pour cela on aura à valider le prix d'émission à travers le recours aux modèles d'évaluation appropriés pour évaluer l'action Google.

L'approche méthodologique employée est celle de l'étude de cas détaillée. Pour justifier le recours à cette méthodologie de recherche, il convient de rappeler que cette approche permet d'étudier en profondeur un phénomène contemporain dans un contexte réel. Elle est considérée comme étant la meilleure méthodologie si on veut analyser des situations non homogènes faisant preuve de créativité et d'innovation tel est le cas de la firme sous étude. En fait, Google inc. a choisi de vendre ses actions sur Internet en recourant à une vente aux enchères modifiées, formule unique découlant de la logique d'une vente aux enchères "classique" qui elle-même est rarement employée comme mécanisme d'introduction en bourse.

Dans cette étude, on procède comme suit: on commence par une revue de l'état de la question à travers laquelle on vise à présenter le mieux possible le phénomène des premières introductions en bourse. On commence par les déterminants et les avantages de la décision de faire un PAPE. On enchaîne

dans un premier temps avec les mécanismes d'introduction en bourse, pour détailler dans un deuxième temps tout ce qui a trait à l'évaluation des firmes faisant premier appel public à l'épargne. On termine l'état de la question par la présentation et la discussion des études qui portent sur la performance des PAPE.

La seconde partie de ce travail présente, détaille et discute le cas sous étude ainsi que les résultats obtenus à travers les modèles d'évaluation employés.

2. ÉTAT DE LA QUESTION

2.1 Introduction

Le marché des premiers appels publics à l'épargne aux États-Unis a connu une croissance rapide durant la fin des années 90 poussé par des introductions massives de firmes technologiques surévaluées pour la plupart. Cette période d'activité intense du marché des IPO présente toutes les caractéristiques de "*hot issue markets*" : Sous évaluation initiale et importante volatilité. Le Nasdaq qui est l'indice de la haute technologie a triplé de valeur en 18 mois faisant naître une importante bulle spéculative dont l'éclatement n'a pas tardé. Cette situation avait engendré d'importants dommages aux firmes listées, aux investisseurs et aux marchés.

Cette situation a mis à l'avant scène des problématiques liées aux mécanismes d'introduction en bourse, au choix des modèles d'évaluation appropriés pour des émetteurs du secteur de la haute technologie et à l'examen de la performance de ces émissions. Un vif débat était amorcé aussi bien dans le milieu académique que pratique en vue d'éviter qu'une situation telle qu'elle a prévalu au début des années 2000 ne se répète.

Une bonne compréhension des déterminants de la décision de faire un IPO, des mécanismes d'introduction, des modèles d'évaluation de l'émetteur ainsi l'évaluation de la performance post IPO est nécessaire si on veut porter un jugement quant aux meilleures pratiques à suivre.

2.2 Les déterminants et avantages de la décision de faire un premier appel public à l'épargne

2.2.1 Les déterminants de la décision de faire un premier appel public à l'épargne

La littérature financière ainsi que les professionnels de la finance avancent plusieurs facteurs qui justifient la décision d'une firme de passer du statut de "firme privée" à celui de "firme publique". La littérature existante n'a cependant pas réussi à donner des explications exhaustives aux motivations réelles qui sous tendent la décision de faire un premier appel public à l'épargne (P.A.P.E)¹. On a souvent expliqué ceci par le manque de bases de données complètes. D'ailleurs les rares études qui ont pu tester empiriquement les facteurs qui expliquent une telle décision sont celles qui ont réussi à créer leurs propres bases de données. On note principalement celles de Pagano, Panetta, et Zingales (1998)² et celle de Brau, Francis, et Kohers (2003)³.

On argue assez souvent que la décision de recourir à un P.A.P.E constitue une étape incontournable dans le processus de croissance d'une firme. Cependant cet argument, malgré sa pertinence, n'explique pas à lui seul toute la réalité. Il convient de mentionner que plusieurs grandes firmes américaines ne sont pas publiques malgré qu'elles aient connu une croissance fulgurante au fil des années. Ceci conforte l'idée que devenir une firme publique est plutôt un choix et n'est pas forcément un passage obligatoire.

Les études qui ont essayé d'apporter des explications aux motivations qui sous tendent la décision d'une firme de devenir publique sont nombreuses. Elles

¹ Tout au long de ce texte les abréviations, P.A.P.E "Premier Appel Public à l'Épargne" et I.P.O "*Initial Public Offering*" sont utilisées de façon interchangeable pour désigner les introductions en bourse.

² Pagano, M., Panetta, F et Zingales, L. (1998). "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, Vol. 53, p. 27-64.

³ Brau, J., B. Francis, et N. Kohers (2003), "The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence", *Journal of Business*, Vol. 76, p. 583-612.

peuvent être endogènes comme exogènes. Ritter et Welch⁴ (2002) avancent trois raisons principales qui sous tendent cette décision. En fait, un P.A.P.E permet (1) d'aller chercher du financement externe pour modifier la structure du capital et assurer la croissance; (2) d'accroître la liquidité et (3) de hisser le prestige des dirigeants, d'attirer l'attention des analystes, du marché et des médias.

Zingales (1995)⁵ considère le passage par le marché des P.A.P.E comme étant une première étape dans le processus de vente de la firme. Selon Pagano, Panetta et Zingales (1998) les déterminants d'une telle décision, peuvent être déduits des (1) caractéristiques *ex ante* liées à la firme et des (2) conséquences *ex post* que cette décision peut avoir sur sa politique financière et d'investissement. Sans pour autant devenir redondante, l'information *ex post* complète l'évidence basée sur les caractéristiques *ex ante* de la firme faisant appel public à l'épargne.

Si une branche de la littérature avait considéré que les motivations les plus importantes derrière la décision d'une firme de faire un IPO ont trait à ses besoins spécifiques, une autre branche considère que des conditions externes peuvent également être décisives. Pagano, Panetta et Zingales (1998), dans le cadre d'une étude portant sur un échantillon de firmes italiennes faisant appel public à l'épargne, soulignent que ces firmes ont des caractéristiques communes. Il s'agit de: Un ratio *market to book* élevé et une taille importante. Welch (1989)⁶ révèle qu'une firme décide de faire un premier appel public à l'épargne pour aller chercher le capital nécessaire pour ses projets d'investissement. Zingales (1995) considère que l'IPO constitue une porte de sortie pour le fondateur de la firme et une bonne opportunité pour réaliser des rendements supérieurs. Bran, Francis et Kohers (2003) mettent le focus sur les conditions externes. Ils comparent la décision de faire un IPO *versus* une prise de contrôle se basant sur des données

⁴ Ritter et Welch (2002). "A review of IPO activity, pricing, and allocations", The Journal of Finance, Vol. 57, n 4, p. 1795-1828.

⁵ Zingales, L. (1995). "Insider ownership and the decision to go public", Review of Economic Studies, Vol. 62, no.3, p.425-48.

⁶ Welch, Ivo (1989). "Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public Offerings", Journal of Finance. Vol. 44, p. 421-449.

agrégées et des données par industrie. Ils montrent que les firmes sont plus susceptibles de faire un premier appel public à l'épargne en présence des conditions macro-économiques suivantes : coût de la dette élevé et un marché d'IPO en surchauffe.

Dans ce même ordre d'idées, la littérature financière montre qu'il existe un lien solide entre les stratégies de croissance d'une firme et sa structure de capital. Cette structure dépend de la manière dont une firme se finance. Myers (1984)⁷ stipule qu'il existe un ordre hiérarchique de sources de financement dans un contexte d'asymétrie d'informations. Selon sa théorie dite la *Pecking Order Theory*, les sources internes viennent en première position, suivies dans l'ordre, par la dette et les émissions d'actions.

Chemmanur et Fulghieri⁸ (1998) considèrent la décision de faire un P.A.P.E comme étant un moyen de financement externe alternatif au recours aux sociétés de capital de risque. Cette décision dépend de l'analyse des coûts associés aux deux modes de financement suivants: *Private equity* (Placement privé) versus *I.P.O* (Placement public). En fait, une firme pourrait se financer en plaçant des parts en privé en recourant à une société de capital de risque ou encore en vendant des parts sur le marché secondaire à de nombreux petits investisseurs. La synchronisation d'un équilibre entre l'une des deux décisions est déterminée par la différence entre les coûts associés à la production d'informations pour (1) le marché et qui sont atténuées par un cours d'actions publiquement observable, et (2) ceux associés à une meilleure qualité d'informations exigée par les spécialistes du capital de risque.

Subrahmanyam et Titman (1999)⁹ mettent l'emphase sur les coûts que les employés, clients et fournisseurs supportent en cherchant de l'information sur la firme avec laquelle ils transigent. Cette "*serendipitous information*" rend le prix

⁷ Myers, Stewart (1984). "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39, p. 575-592.

⁸ Chemmanur, T. et P. Fulghieri (1999). "A Theory of the Going-Public Decision", *Review of Financial Studies*, Vol. 12, p. 249-279.

⁹ Subrahmanyam, A. et S. Titman (1999). "The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets", *Journal of Finance*, Vol. 54, p. 1045-1082.

de l'action sur le marché une source d'évaluation efficiente de la firme. L'ampleur d'une telle information gratuite est plus importante en présence d'un contact étendu avec le public. Ainsi les firmes seraient plus intéressées à faire un IPO dans de telles circonstances.

On relève également de la littérature plusieurs études, dont celle Mello et Parsons¹⁰ (1998), qui montrent que la structure de propriété et de contrôle joue également un rôle crucial dans la décision de devenir une firme publique. Les dirigeants initialement propriétaires voient en un P.A.P.E une opportunité pour modifier cette structure de manière à ce quelle reflète leurs intérêts et consolider leur contrôle. En fait, un P.A.P.E permet d'obtenir du financement externe via un actionnariat dispersé sans pour autant compromettre leur contrôle. Cette dispersion permet aussi de prévenir des tentatives ultérieures de prise de contrôle hostiles.

Les différents déterminants de la décision de faire un P.A.P.E peuvent être regroupées en deux sous-bassement théoriques: (1) les théories du cycle de vie d'une firme et (2) les théories du "*Market timing*".

Les théories de cycle de vie stipulent que les dirigeants décident de conduire un P.A.P.E lorsque leur firme a atteint une étape dans son cycle de vie ou les financements externes en fonds propres leur permettent d'obtenir une structure de capital optimale. Scott¹¹(1976) considère qu'un P.A.P.E facilite l'obtention d'une telle structure.

Les théories du "*Market timing*" considèrent que les conditions du marché sont déterminantes, même partiellement, dans la décision de faire un P.A.P.E.

¹⁰ A.S. Mello and J. E. Parsons. (1998). "Going public and the ownership structure of the firm", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, p. 79-109.

¹¹ Scott (1976). "A theory of optimal capital structure", *Bell Journal of Economics*, Vol. 7, p. 33-54.

Selon Loughran et Ritter¹² (1995), ces conditions devraient être susceptibles de permettre aux firmes émettrices de maximiser et de créer de la valeur.

2.2.2 Les avantages sous tendant la décision de faire un premier appel public à l'épargne

Le tableau suivant résume les avantages les plus souvent cités par les praticiens pour justifier leur décision de faire un PAPE. Pour chacun des avantages, on a identifié le papier qui constitue son support théorique.

Tableau 1: Les avantages des PAPE

Avantages	Études
1- Opportunité de croissance : un IPO permet à la firme d'accéder à une plus grande variété d'offre du capital en vue d'assurer sa croissance.	Pagano et Roell(1998) Myers(1977) Ritter (1991) Loughran et Ritter (1995)
2- Améliorer la visibilité : une fois qu'une firme décide de faire un IPO, les analystes et les médias lui assurent une couverture. Ceci, lui permet d'augmenter sa visibilité auprès du public.	Benveniste et Spindt (1989)

¹² Loughran et Ritter (1995). "The new issues puzzle", The Journal of Finance, Vol. 50, no 1, p. 23-51.

3- Améliorer la liquidité : Un IPO permet de créer un marché actif au niveau duquel les investisseurs peuvent liquider leurs actions pour obtenir du cash après le " <i>lock-up period</i> ".	Mello et Parsons (2000)
4- Attirer un personnel compétent en leur accordant des options sur actions.	Mello et Parsons (1998)

2.3 Les mécanismes d'introduction en bourse

Les mécanismes d'introduction en bourse définissent les règles et procédures que les émetteurs et les preneurs fermes doivent respecter et suivre pour vendre les titres émis aux investisseurs. On distingue trois mécanismes¹³, à savoir; (1) le livre d'ordres "*bookbuilding*", (2) la vente aux enchères "*Dutch auction*" et (3) le régime à prix fixe "*fixed price method*" qui diffèrent aux niveaux suivants;

- L'évaluation et l'allocation des actions émises : Quand et comment le prix d'émission est fixé?
- Le rôle du preneur ferme dans le processus d'émission.
- La participation des investisseurs: Quand et comment les investisseurs peuvent soumettre leurs ordres d'achat ?
- Les règles d'allocation adoptées dans la distribution des actions.

La littérature, aussi bien théorique qu'empirique, a traité en long et en large ces différents mécanismes ainsi que les critères de choix entre eux avec un plus grand focus sur leur efficacité dans le *pricing* de l'émission. Dans cette section nous allons commencer, dans un premier temps, par définir chacun des

¹³ Derrien, Francois, et Kent L. Womack (2003). "Auctions vs. bookbuilding and the control of underpricing in hot IPO markets", *Review of Financial Studies*, Vol. 16, p. 31-61.

mécanismes, son mode de fonctionnement, ses caractéristiques et son efficacité. Le mécanisme de l'offre à prix fixe "*fixed price offering*" ne sera pas analysé comme il a été progressivement abandonné étant donné son inefficacité¹⁴.

2.3.1 La méthode du carnet d'ordres "*bookbuilding*"

Les compagnies américaines optent largement pour le *bookbuilding* comme mécanisme d'évaluation et d'allocation des actions entre investisseurs. Le terme *bookbuilding* est utilisé pour décrire le rôle que jouent les banques d'investissements dans la vente de l'émission en construisant leurs carnets d'ordres. En vertu de ce mécanisme et conformément à la réglementation de la S.E.C "*Securities Exchange Commission*", la compagnie émettrice procède au choix d'une ou plusieurs banques d'investissements comme souscripteurs "preneurs fermes" à son PAPE. Les principaux facteurs en vertu desquels ce choix s'opère sont: L'expérience et l'expertise du courtier dans ce genre de transactions ainsi que sa capacité à garantir une couverture de haut niveau à l'émission.

Une fois choisie, le(s) souscripteur(s) devra procéder au "*Due diligence*" de l'émetteur, à l'immatriculation de l'émission auprès de la SEC et à son marketing. Ce dernier passe par la production d'un prospectus d'émission qui servira comme outil de promotion. Le souscripteur entame une tournée de trois à quatre semaines qui servira à présenter la compagnie aux investisseurs institutionnels et à certains investisseurs individuels tout en recueillant les intentions de souscription. Sur la base de ces intentions, il établit sa courbe de demande et fixe ainsi un prix d'émission. Ce prix est généralement fixé à un niveau susceptible de signaler un excès de demande. Une fois l'action transigée sur le marché, le souscripteur devra assurer la stabilisation de son prix "*After-market stabilization*". Ce à travers la sur attribution "*over allotment*" ou via une rallonge "*Green-shoe*".

¹⁴ L'inefficacité de ce mécanisme fait référence au risque d'échec de l'émission étant donné les délais importants entre la date de l'offre et la date d'émission.

En quoi consiste chacune des étapes de ce mécanisme? La première étape serait la distribution du prospectus d'émission préliminaire "*red herring*" aux investisseurs potentiels. Dans cette version figure la taille de l'offre, le nombre de d'actions prévues pour la mise en vente et un intervalle préliminaire du prix d'émission. Le preneur ferme prépare également le "*selling memorandum*" au niveau duquel figure les prévisions des bénéficiaires et du chiffre d'affaire ainsi que les multiples de firmes comparables. Les exécutifs de l'émetteur et le preneur ferme assurent la promotion de l'émission *via* les *road show* qui durent de 2 à 3 semaines et qui consistent en des présentations aux investisseurs institutionnels. Ces présentations expliquent le contenu du prospectus. Toute information supplémentaire révélée lors de ces présentations devrait être ajoutée au prospectus et adressée à la SEC pour approbation.

Les *road show* permettent au preneur ferme de s'informer de l'intérêt des investisseurs pour le titre pour établir sa courbe de demande. Chacun des investisseurs devrait spécifier le nombre d'actions qu'il veut acquérir et le prix qu'il est disposé à payer. Les termes de l'offre sont révisés en fonction de l'intérêt des investisseurs et dans ce cas un amendement au rapport d'enregistrement devrait être soumis à la SEC. Une fois le rapport d'enregistrement approuvé, le preneur dépose, auprès de la SEC, une requête pour que ce rapport soit déclaré effectif le plus rapidement possible. Les actions ne pourront être vendues que si l'offre est déclarée effective. Les dirigeants de la firme émettrice et le preneur ferme fixent le prix d'émission final et le nombre d'actions à émettre juste avant que le rapport d'enregistrement ne soit déclaré effectif.

La caractéristique principale qui distingue le *bookbuilding* des autres mécanismes d'émission a trait à la discrétion accordée au preneur ferme et à l'émetteur dans le *pricing* et l'allocation des titres. Le *bookbuilding* est aujourd'hui le mécanisme le plus utilisé partout dans le monde¹⁵. Son efficacité est jugée à partir de sa

¹⁵ Ljungqvist, Jenkinson et Wilhelm (2003), "Global Integration of Primary Equity Markets: The Role of U.S. Banks and U.S. Investors", *Review of Financial Studies*, 16, 63-99.

capacité à maximiser le produit de l'émission en présence d'asymétrie d'information entre l'émetteur et son preneur ferme à l'égard des investisseurs. L'examen des transactions en présence d'asymétrie d'information entre acheteur et le vendeur a fait l'objet de plusieurs études en économie. La première étude dans le contexte des premiers appels publics à l'épargne a été menée par Benveniste et Spindt (1989)¹⁶. Ils considèrent que le *bookbuilding* permet d'aller chercher de l'information pertinente des investisseurs informés. Ainsi le preneur ferme pourra ajuster le prix d'émission en fonction de ces informations dans l'objectif de compenser ces derniers pour cette révélation.

Benveniste et Spindt considèrent qu'une évaluation efficiente de l'émission est celle qui permet de maximiser le produit de l'émission. Ils ont démontré qu'il faut pour cela respecter une certaine méthodologie et certaines règles dans le *pricing* et l'allocation des titres. Pour cela le preneur ferme devra adopter une bonne stratégie à l'égard des investisseurs pour les amener à divulguer le prix qu'ils sont disposés à payer qui incorpore lui-même de l'information privée qu'ils détiennent. De telles informations permettront à la banque d'investissement d'optimiser la fixation du prix de vente par action¹⁷. Dans ce cadre le preneur ferme sonde l'intérêt des investisseurs pour le titre et le prix qu'ils sont disposés à payer. Il fallait également s'assurer que les investisseurs potentiels ne sous-évaluent pas le titre en vue d'engranger des bénéfices plus tard en vendant le titre sur le marché secondaire. La pratique des banques d'investissement la plus commune est celle qui incite les investisseurs à évaluer objectivement le titre, c'est qu'ils auront en contre partie une part proportionnellement importante en fonction du prix qu'ils sont disposés à payer.

En guise de conclusion, on peut dire que ce mécanisme maximise le produit de l'émission en obligeant les investisseurs à révéler de l'information privée en leur

¹⁶ Benveniste et Spindt (1989), "How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues", *Journal of Financial Economics* 24, 343-361.

¹⁷ Benveniste, L., and Wilhelm, W. (1997), " Initial public offerings: Going by the book", *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 10, 98-108.

demandant de fixer le prix qu'ils sont disposés à payer. Tout investisseur qui ne fixe pas son prix objectivement se verra pénaliser lors de l'allocation des actions en octroyant moins de titres. Également le preneur ferme sous évalue intentionnellement le prix d'émission pour récompenser les investisseurs pour l'information divulguée. L'efficacité du *Bookbuilding* serait d'autant plus grande si le preneur ferme réussit à diminuer cette sous-évaluation intentionnelle. Ce en s'assurant de la participation du maximum d'investisseurs au PAPE de telle sorte que le poids de l'information divulguée par chacun aura un poids moindre. Ceci aura pour effet la diminution de leur récompense individuelle.

Sherman et Titman(2002)¹⁸ ont exploré la démarche que suivent les banques d'investissement dans la sélection des investisseurs informés ainsi que leur nombre. Ils ont montré qu'il existe une taille optimale d'investisseurs informés auxquels on fait recours pour fixer le prix de l'action. Cette taille est déterminée sur la base d'un *trade-off* entre les coûts associés à une sous-évaluation supplémentaire et les avantages qui proviennent de la disposition de plus d'informations.

Somme toute, le *bookbuilding* présente plusieurs avantages que la littérature résume dans les aspects suivants:

- Le *bookbuilding* est un mécanisme discrétionnaire et flexible¹⁹ : Discrétionnaire parce qu'il permet d'allouer les actions objets de l'émission d'une manière préférentielle. Plus grande est la valeur de l'action fixée par l'investisseur, plus grande sera sa part du total des actions émises²⁰. Sa flexibilité s'explique par la capacité du preneur ferme

¹⁸ Sherman, A. et Titman, S. (2002). "Building the IPO order book: Underpricing and participation limits with costly information", *Journal of financial economics*, Vol. 65, p. 3 – 29.

¹⁹ Sherman, Ann. (2000). "IPOs and Long Term Relationships: An Advantage of Book Building", *Review of Financial Studies*, Vol. 13, p. 697-714.

²⁰ Biais, Faugeron et Crouzet (2002). " IPO auctions: English, Dutch,...French, and Internet", *Journal of financial intermediation*, Vol. 11, no. 1, p. 9-36.

à ajuster les termes de l'offre à tout moment avant l'émission ce qui permet de réduire les coûts associés à la sous-évaluation²¹.

- Le mécanisme de *bookbuilding* permet une production efficiente de l'information pour le preneur ferme. Cette information qui provient des investisseurs informés permet au preneur d'éviter des coûts liés à la recherche de toute l'information pertinente à l'évaluation de l'émetteur et d'éviter des poursuites judiciaires. Toutefois, ces informations révélées ne sont pas gratuites dans la mesure où le preneur devra baisser le prix d'émission (sous-évaluer l'action) pour récompenser ses investisseurs. Une telle sous-évaluation n'est pas sans limite et il peut devenir inutile d'aller chercher le maximum d'informations sur l'émetteur chez un maximum d'investisseurs.

Force de le constater, ce mécanisme d'introduction en bourse accorde un pouvoir discrétionnaire important aux banques d'investissements. La littérature a avancé trois interprétations pour cette discrétion:

1^{ère} interprétation: Selon Benveniste et Spindt (1989)²², les investisseurs qui détiennent de l'information précise sur ce qui peut être la valeur de la firme émettrice ont intérêt à la révéler à la banque d'investissement pour permettre une introduction au prix le plus élevé. D'ailleurs, ceux qui donnent de telles informations se verront récompenser par le preneur ferme en leur accordant une part importante de l'émission et en fixant le prix d'émission au dessous de sa juste valeur.

2^{ème} interprétation: Un bon nombre de firmes faisant un IPO souhaitent que leurs actions soient détenues par des actionnaires à long terme, les banques

²¹ Aggarwal et Conroy (2000). "Price discovery in IPOs and the role of the lead underwriter", *Journal of Finance*, Vol. 55, p. 2903-2922.

²² Benveniste, L.M., et Spindt, P.A., (1989). "How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues", *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, p. 343-361.

d'investissement ne vendront dans ce cas les actions, objet de l'émission, qu'à des investisseurs qu'elle considère de long terme.

3^{ème} interprétation : Les banques d'investissement utilisent leur pouvoir discrétionnaire pour maximiser leurs profits au détriment de l'émetteur. Ce en favorisant les investisseurs institutionnels, avec qui elles détiennent des relations d'affaires, lors de la vente des actions.

Le *bookbuilding* est de plus en plus critiqué à cause de la grande marge de manœuvre accordée aux banques d'investissements tout au long du processus d'émission. Certains auteurs considèrent que ceci avait aboutit à un marché de premières introductions instrumentalisé et manipulé au profit de ces banques. Le recours à de nouveaux mécanismes est d'actualité. La vente aux enchères en est un des plus populaires.

2.3.2 La méthode de vente aux enchères "Dutch auction"

L'idée de base derrière ce mécanisme d'émission est celle de l'économiste William Vickrey lauréat du prix Nobel en économie. Son principe est le suivant: Le nombre d'actions qui seront émis ainsi que le prix d'émission sont fixés après la réception des intentions d'achat suite à un appel à l'enchère de plusieurs jours (en général une semaine). Tout au long de cette période, les investisseurs habilités ont la possibilité de faire des offres d'achat d'actions. Ces investisseurs sont ceux inscrits, disposant d'un *Bidder ID*, auprès du courtier qui gère la transaction. Sur la base de ces offres, la compagnie émettrice fixera le prix ainsi que le nombre d'actions à émettre.

Ce mécanisme est devenu une pratique de plus en plus répandue soutenue par plusieurs plateformes dont l'*Open IPO*. Ce dernier est l'œuvre de W.R. Hambrecht qui le définit ainsi: "*OpenIPO® is an innovative auction process for distributing stock to individuals and institutions through a more efficient and equitable process. The auction process allows shares of an initial public offering*

to be allocated in an equal and impartial way. All successful bidders pay the same price per share". Son mode de fonctionnement est expliqué dans l'annexe 1.

Théoriquement, la vente aux enchères devrait permettre l'obtention de la juste valeur de l'action et plus de cash pour la compagnie émettrice contrairement au mécanisme traditionnel où les prix sont moins élevés pour permettre aux banques d'investissement et leurs clients de faire de l'argent²³.

Il existe peu d'études sur ce mécanisme d'émission dans la littérature. Dans ce qui suit, on va présenter les principaux résultats de ces recherches.

Se basant sur un échantillon de 108 firmes listées sur le second marché français entre 1984 et 1991, Leleux et Paliard (1995)²⁴ soulignent que le mécanisme de vente aux enchères est associé à une sous-évaluation moindre et permet une évaluation plus efficiente de l'IPO.

Dans le même sens, Bennouri et Falconieri (2001)²⁵ considèrent que, dans un contexte d'incertitude entourant la valeur de l'émetteur, la vente aux enchères est un mécanisme optimal d'introduction en bourse. Cette optimalité s'explique par le fait que cette procédure de vente est plus efficiente que celle du *bookbuilding*. Cette efficience fait référence à la capacité de cette procédure à élucider et incorporer plus d'informations provenant du marché et des investisseurs dans la valeur de l'IPO. Dans ce même ordre d'idées, Biais et Faugeron-Crouzet (2002)²⁶ étudient ce qu'un mécanisme optimal d'introduction en bourse. Ils considèrent que cette caractéristique d'optimalité dépend de la capacité du vendeur de l'action à aller chercher de l'information privée pour maximiser le produit net de

²³ Knowledge@Wharton (2004). "Lessons from Google's IPO", [Réf. du 20 Octobre 2004], 4p. "<http://knowledge.wharton.upenn.edu>".

²⁴ Leleux, B., Paliard, R., (1995). "The Posted-Price Paradox: Evidence on the Flotation Mechanism Selection Process in France", working paper, INSEAD.

²⁵ Bennouri, M. et S. Falconieri, (2001). "Price vs. Quantity Discrimination in Optimal IPOs", Tinbergen Institute, Discussion Paper.

²⁶ Biais, B., et A.M. Faugeron-Crouzet, (2002). "IPO Auctions: English, Dutch,...French and Internet", Journal of Financial Intermediation, Vol. 11, p.9-36.

l'émission. Ils concluent que le mécanisme optimal est celui de la vente aux enchères telle qu'elle est pratiquée en France et en Grande Bretagne.

2-3-3 Comparaison des deux mécanismes d'émission: *Bookbuilding* Vs. Ventes aux enchères

Derrien et Womack (2003) ont comparé le *bookbuilding* et la vente aux enchères. Ce à travers l'examen de la question suivante: Quelle est le mécanisme d'introduction en bourse qui permet de contrôler le mieux pour la sous évaluation initiale dépendamment de l'état du marché "en surchauffe ou non"? Se basant sur des données provenant du marché français et allant de 1992 à 1998, les auteurs relèvent que le mécanisme de la vente aux enchères est associée à une sous évaluation moindre. Ceci s'explique par le fait que ce mécanisme est capable d'incorporer, dans le prix de l'IPO, plus d'informations récentes se rapportant aux conditions du marché.

Kutsuna et Smith (2004) ont étudié l'impact et les changements qui ont résulté de l'introduction du mécanisme du *bookbuilding* au Japon à partir de 1997. Ils ont pu remarquer que malgré des coûts plus élevé, tous les émetteurs optent pour le *bookbuilding* comme mécanisme d'introduction en bourse. Ce pour les deux raisons fondamentales suivantes:

- Ce mécanisme permet d'obtenir une évaluation plus précise de la firme émettrice.
- Ce mécanisme permet pour les firmes émettrices bien établies "grande taille" de réduire le coût total de l'émission.

L'expérience des firmes Japonaises a montré que le mécanisme du *bookbuilding* est favorisé par rapport à la vente aux enchères.

Ce qu'on peut constater en général et dans divers pays, c'est le faible nombre d'IPO ayant utilisé la vente aux enchères. Ceci pourrait s'expliquer soit par le succès du mécanisme du *bookbuilding*, soit par une forme de collusion entre les différents souscripteurs qui réussissent à convaincre leurs émetteurs de l'efficacité de ce mécanisme.

2.4 L'évaluation des firmes faisant appel public à l'épargne

L'évaluation des firmes qui s'appêtent à faire un PAPE est un sujet qui a pris de l'importance dans la littérature financière et dans la communauté pratique. Cette importance découle du rôle dévolu à ces opérations financières dans la création d'une dynamique sur les marchés financiers et au niveau de toute l'économie. Il est devenu dès lors indispensable de bien comprendre pourquoi et comment sont évaluées ces firmes?

2.4.1 Synthèse de la littérature

La littérature financière s'est intéressée à l'évaluation des IPO depuis le début des années 80 et elle a connu depuis une évolution considérable. Cependant, il importe de mentionner que rares sont les études qui se sont concentrées exclusivement sur les problématiques liées à l'évaluation. Les premières études ont examiné l'impact de la structure de propriété sur la valeur des firmes faisant appels publics à l'épargne. Dans les années 90, certains auteurs ont mis le focus sur la pertinence des données comptables pour l'évaluation des IPO. Tout récemment, les chercheurs ont tenté d'explorer les déterminants de l'évaluation des firmes technologiques faisant un IPO.

2.4.1.1 L'évaluation des premières introductions et la structure de propriété de la firme émettrice

La notion de séparation entre la propriété et le contrôle d'une firme a suscité beaucoup d'intérêt dans la littérature sur la gouvernance corporative. L'objectif étant d'atténuer les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les gestionnaires à travers divers mécanismes de contrôle dont on cite à titre d'exemple:

- La structure de propriété: Jensen et Meckling (1976)²⁷
- Les contrats de rémunération: Jensen et Murphy (1990)²⁸
- La composition du conseil d'administration: Hermalin et Weisbach (2003)²⁹

Ces derniers ainsi que d'autres ont un impact sur la valeur de la firme et sa performance opérationnelle. En fait, les différents mécanismes de gouvernance d'une firme ont un impact sur sa valeur au moment de l'introduction en bourse. Dans ce cadre, la littérature a examiné la relation entre la valeur de la firme faisant un IPO et le pourcentage d'actions que ses entrepreneurs (actionnaire gestionnaires) décident de garder après l'émission. On avance trois explications possibles pour cette corrélation positive (Valeur de l'IPO Vs. le taux de rétention). Mais avant cela, il convient de rappeler que les actions qui font l'objet d'un IPO représentent entre 15% et 25% du total des actions d'une firme. La différence reste détenue par les dirigeants et les sociétés de capital de risque en vertu d'un contrat de *lock-up*³⁰.

²⁷ Jensen et Meckling, (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, p. 305-360.

²⁸ Jensen et Murphy (1990). "Performance pay and top management incentives", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, p. 225-264

²⁹ Hermalin, B., et Weisbach, M., (2003). "Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *Federal Reserve Bank New York, Econ. Pol. Rev.* Vol. 9, p. 7-26.

³⁰ Le contrat de *lock-up* précise alors la durée pendant laquelle les actionnaires, dirigeants et sociétés de capital de risque, n'ont pas le droit de vendre leurs actions. Cette période est en général égale 180 jours. L'objectif étant d'éviter les effets pervers liés à la mise en vente sur le marché d'une grande quantité de titres peu de temps après l'IPO.

* Les entrepreneurs connaissent plus sur la valeur de la firme que tout autre investisseur: Modèle du signal

Le papier de Jensen et Meckling (1976)³¹ a constitué la base théorique aux études ultérieures faisant le lien entre la structure de propriété et la valeur des firmes faisant un PAPE. En fait, l'idée de base de ce papier est la suivante: Il existe une corrélation positive entre la valeur d'une firme et la participation des dirigeants au capital "% des droits de propriétés". Leland et Pyle (1977)³² considèrent que l'importance de cette participation permet d'aligner les intérêts des gestionnaires (actionnaire d'origine qui gère la firme) avec ceux des actionnaires tout en donnant un signal positif aux investisseurs quand à la qualité des projets d'investissements sélectionnés et/ou réalisés. Ils proposent un modèle d'évaluation au niveau duquel la valeur de la firme faisant appel public à l'épargne est positivement corrélée au pourcentage de fonds propres que les dirigeants décident de retenir. La décision de ces derniers de retenir une partie conséquente de leurs actions adresse deux signaux crédibles aux investisseurs. Le premier atteste la confiance de ces derniers dans la solidité financière de leur firme et dans sa profitabilité future et le second confirme leur disposition à déployer les efforts nécessaires pour augmenter les flux de cash comme ils sont les premiers à en tirer profit.

* La propriété permet d'aligner les intérêts du management avec ceux des actionnaires: Théorie du hasard moral

Les investisseurs potentiels dans l'IPO prennent en considération le poids de la participation des entrepreneurs dans le capital post-IPO. Ils considèrent que le fait que ces gestionnaires-actionnaires détiennent une part importante du capital, constitue une motivation suffisante pour qu'ils déploient les efforts nécessaires

³¹ M.C. Jensen et W.H. Meckling (1976). "Theory of the Firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of financial economics*, vol. 3, no. 10, p. 305-360.

³² H. Leland et D. Pyle (1977). "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, vol. 32, n°2.

pour générer des niveaux supérieurs de cash-flows. Par conséquent la valeur des firmes avec un "high ownership" sera plus grande que celle des "low-ownership".

* L'importance du taux de rétention des actions par les entrepreneurs a un impact sur la courbe de demande pour le titre: *Downward-sloping demand*

Ofek et Richardson (2001)³³ considèrent que la valeur de l'action, au moment de l'IPO, est positivement corrélée avec le taux de rétention. Plus important est ce taux, moins important sera le nombre d'actions objet de l'émission. Ceci crée une certaine rareté qui pousse le prix à la hausse.

2.4.1.2 L'évaluation des premières introductions et les données comptables:

Peu nombreuses sont les études qui ont examiné la pertinence de l'information comptable pour les firmes faisant appel public à l'épargne. Les plus cités, on relève Klein (1996), Kim et Ritter (1999), Beatty, Riffe, et Thompson (2000), et Hand (2000).

Klein (1996)³⁴ étudie le pouvoir explicatif des données comptables contenues dans le prospectus d'émission. Pour cela elle se base sur un échantillon de 193 IPO (1980-1991). Elle conclue que les données comptables sont déterminantes dans l'évaluation des IPO et que le prix de l'action est positivement corrélé avec le bénéfice par action et la valeur aux livres par action avant IPO. Cependant, la détermination de la valeur aux livres est problématique dans la mesure où elle se base sur des informations ex-post, affecté par le prix d'émission, pour expliquer ce dernier.

³³ Ofek et Richardson (2001). "Dotcom mania: The rise and fall of internet stock prices", NBER Working Paper no. 8630.

³⁴ Klein, A. (1996). "Can Investors Use the Prospectus to Price Initial Public Offerings", The Journal of Financial Statement Analysis, Printemps, p. 23-40.

Kim et Ritter (1999)³⁵, se basant sur un échantillon de 190 firmes durant la période 1992-1993, examinent l'utilité de l'information comptable dans l'évaluation des IPO à travers la méthode des comparables. Ce en investiguant la relation entre le ratio *Price/Earnings* (PE) de l'émetteur avec le PE médian de l'industrie. Leur régression a un pouvoir explicatif limité avec un R^2 égal à 5%. Les auteurs ont réussi à l'améliorer sensiblement le R^2 en se basant sur les bénéfices prévisionnels plutôt que historiques. Ces résultats leur ont permis de conclure que les données comptables historiques ont peu d'importance dans l'évaluation des IPO.

Beatty, Riffe, et Thompson (2000)³⁶ ont présenté les limites du travail de Kim et Ritter (1999) et ont questionné leur conclusion. Ils (BRT) considèrent que le fait de se limiter aux ratios pour une seule année et relatifs à une seule industrie sont de nature à biaiser les résultats. Se basant sur un échantillon de 2577 IPO de 1987 à 1998, BRT considèrent que le pouvoir explicatif de la valeur aux livres, des bénéfices et des revenus se situe à 14%. Hand (2000)³⁷ démontre qu'à travers un modèle de données comptables log linéaire, on est capable d'expliquer de 70 à 80% le prix d'émission des actions des firmes Internet ainsi que leur prix du marché durant les deux années subséquentes à l'IPO.

2.4.1.3 L'évaluation des premières introductions de firmes technologiques

L'évaluation des IPO des firmes technologiques est particulièrement challengeante dans la mesure où il existe peu d'informations financières publiques sur ces firmes. Dans ce cadre, il convient de mentionner que rares sont les études sur ce sujet. Parmi ces études on relève celle de Pagano, Panetta, et

³⁵ Kim et Ritter (1999). "Valuing IPOs", *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, p. 409-437.

³⁶ Beatty, Riffe et Thompson (2000). "IPO Pricing with Accounting Information", Working paper, Southern Methodist University.

³⁷ Hand, J. M. (2000). "Profits, Losses and the Non-Linear Pricing of Internet Stocks." Working paper, UNC-Chapel Hill.

Zingales (1998)³⁸. Cette dernière a étudié l'évaluation des IPO et ses effets sur la décision d'une firme de devenir publique.

Bartov, Mohanram, et Seethamraju (2002)³⁹ tentent d'expliquer la relation entre les données financières comprises dans le prospectus d'émission avec le prix d'émission (PE) de l'action et son prix du marché à l'issue de la première journée de cotation (PM). Pour cela, ils étudient la relation entre les prix (PE et PM) attribués aux firmes Internet *versus* les autres firmes avec un ensemble de variables financières et non financières que la littérature précédente considère comme des *value drivers*. Les auteurs ont conclu qu'il existe des différences entre les *value drivers* utilisés pour valoriser les firmes de l'industrie Internet *versus* les autres firmes et ont documenté des différences dans la valeur des firmes Internet *versus* les autres firmes faisant un IPO.

Pour les firmes Internet, les cash-flows, les ventes et la croissance des ventes sont significativement reliées au PE et au PM. Toutefois, les bénéfices, la valeur aux livres des fonds propres, et les dépenses en R&D par action n'ont pas de relation significative avec le prix d'émission. Pour ce qui est des autres firmes, le PE est positivement corrélés avec les bénéfices, les cash-flows et les ventes. Ceci permet de dire que l'impact des données financières sur le prix de l'IPO est différent selon qu'il s'agisse d'une firme Internet ou non. Globalement, ces résultats permettent de conclure que (1) la valeur de la firme émettrice diffère selon qu'il s'agisse d'une firme Internet ou non. Cette différence s'explique par l'âge et le caractère unique de l'industrie Internet et (2) qu'il existe une différence significative entre la valeur de l'action tel qu'elle figure dans le prospectus d'émission et sa valeur à l'issue de la première journée de cotation.

Hand (2000)⁴⁰ relève que les données comptables sont très pertinentes pour l'évaluation des firmes Internet. En se basant sur un échantillon de 167 firmes

³⁸ Pagano, Panetta, et Zingales (1998). "Why do firms go public? An empirical analysis", *Journal of Finance*, Vol. 53, p. 27-64.

³⁹ Bartov, Mohanram, et Seethamraju (2002). "Valuation of Internet Stocks – An IPO Perspective", *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No 2.

⁴⁰ Hand, J (2000). "Profits, Losses and the Non-Linear Pricing of Internet Stocks", Working Paper, University of North Carolina at Chapel Hill.

durant la période de 1997-1999 avec un *pre-income book value* positif et des revenus avant éléments non récurrents négatifs. Utilisant une régression log linéaire, l'auteur trouve que la valeur marchande de ces firmes est linéaire ainsi que positivement corrélée avec leur *pre-income book value* et elle est négativement corrélée avec revenus avant éléments non récurrents.

2.4.2 Les méthodes et modèles d'évaluation

L'évaluation des entreprises est un sujet qui a pris de l'importance ces dernières années qui ont été marquées par une contribution grandissante des firmes technologiques dans la création de la richesse. La structure du capital de ces firmes est composée essentiellement par des fonds propres provenant des entrepreneurs (actionnaires propriétaires) et des sociétés de capital de risque. Le financement de leur croissance se fait en grande partie par des capitaux propres. Dès lors, la détermination de la valeur de l'action devient une information indispensable pour leurs opérations de financement, notamment lors d'un IPO.

L'évaluation des firmes faisant un premier appel public à l'épargne pose de grands défis dans la mesure où il s'agit d'évaluer des sociétés fermées. Par fermées, on entend l'indisponibilité de données financières publiques, et par défis, on vise les problèmes que peut poser la non disponibilité d'états financiers dont la fiabilité ne fait pas de doute. D'autant plus que certaines caractéristiques des firmes technologiques, notamment le manque de liquidité, l'absence d'historique comptable et la prédominance des actifs intangibles, ne font que compliquer la démarche d'évaluation.

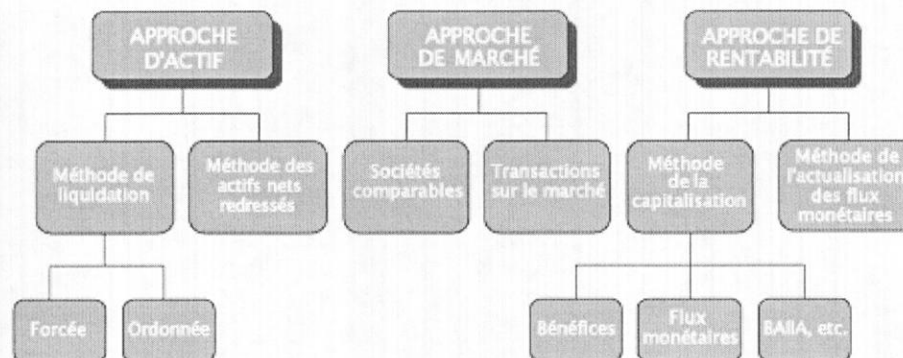
Dans ce qui suit nous allons (1) Présenter les différentes approches et méthodes d'évaluation utiles pour notre étude et (2) Discuter des méthodes les plus appropriées pour l'évaluation des firmes technologiques.

2.4.2.1 Les approches et méthodes d'évaluation

Les analystes financiers ont développé et utilisent une multitude de méthodes d'évaluation. Ces méthodes peuvent être classées sur la base des trois approches suivantes:

- Approche basée sur la valeur des actifs : Cette approche est utilisée si le rendement sur capital investi est insuffisant par rapport au risque lié à la firme et à son secteur d'activité.
- Approche basée sur le marché: Cette approche est le plus souvent utilisée pour valider une évaluation obtenue avec une autre approche. Elle fait référence à la méthode des multiples et à celle des comparables.
- Approche basée sur la rentabilité: Cette approche suppose que la firme objet d'une évaluation financière est dans une situation de continuité d'exploitation et elle est en mesure d'accroître sa rentabilité.

Figure 1: Les différentes approches et méthodes d'évaluation⁴¹



La classification des méthodes d'évaluation dans l'une ou l'autre des approches ne nie pas les caractéristiques propres à chacune d'entre elles et les différences au niveau des hypothèses qui leurs sont sous-jacentes. Cependant, les méthodes

⁴¹ Dany Brisson (2006). "Combien vaut votre entreprise ?", 1p. ["http://www.acquisition.biz/prod/static-experts-talk4-fr.html"](http://www.acquisition.biz/prod/static-experts-talk4-fr.html).

de chaque approche sont tous conformes à son idée de base. Dans ce qui suit, on va se limiter à la présentation des méthodes qu'on va employer dans le cadre de ce travail.

- La méthode d'actualisation des flux monétaires:

L'idée de base de cette méthode repose sur le principe selon lequel la valeur d'un actif est égale à la valeur actuelle des cash-flows futurs que sa détention générera. L'hypothèse qui lui est sous jacente est celle de la continuité d'exploitation, elle soutient que l'activité de l'entreprise permet de générer des flux monétaires dans un avenir prévisible.

Équation 1:

$$V_0 = \text{Valeur de l'actif} = \sum C.F_t / (1+r)^t$$

V_0 = valeur au moment de l'évaluation

r = taux d'actualisation reflétant le risque associé à la réalisation des cash-flows estimés.

Copeland, Koller et Murrin (1996)⁴² considèrent que les modèles qui dérivent de cette méthode sont les seuls modèles d'évaluation acceptables. Sa mise en application suppose que la firme (1) ne dispose pas d'actifs excédentaires au moment de l'évaluation, (2) garde une valeur résiduelle à la fin de la période d'actualisation et que (3) l'estimation des flux monétaires prend en considération les investissements futurs.

Au niveau de l'approche par les flux monétaires actualisés, il convient de distinguer entre l'évaluation des fonds propres "*equity valuation*" et l'évaluation de la firme dans son ensemble. Cette dernière n'est autre que la somme de la valeur marchande de la dette et de la valeur des fonds propres.

⁴² Copeland, Koller et Murrin (1996). "Valuation: Measuring and managing the value of companies", 2^{ème} édition, New York, p. 154.

Pour évaluer les fonds propres on a besoin de calculer les flux monétaires disponibles aux actionnaires (FCFE), tandis que pour l'évaluation de la firme, on a besoin de calculer les flux monétaires disponibles à tous les bailleurs de fonds. Il est à noter que le taux d'actualisation de ces flux diffère selon qu'il s'agisse de l'évaluation des fonds propres ou de la firme en entier. Toutefois, les deux méthodes devraient permettre d'obtenir une évaluation semblable pour les fonds propres si la condition suivante est respectée⁴³ : les hypothèses sous-jacentes à la fixation du taux de croissance des flux monétaires sont bien justifiées.

La valeur des fonds propres est obtenue en actualisant, au coût de l'équité, les flux monétaires disponibles aux actionnaires (F.M.D.A). Damodaran (1994)⁴⁴ propose une approche de calcul des flux monétaires disponibles aux actionnaires en fonction du niveau d'endettement de la firme. Le tableau ci-dessous récapitule la formule de calcul en fonction du niveau d'endettement de l'entreprise.

⁴³ Birnstein et Wild (1999). "Financial Statement Analysis, Theory, Application and Interpretation", 5ème édition, Irwin, marc Grow Hill. p. 342.

⁴⁴ Damodaran A. (1994). "Damodaran on valuation: (Chapitre 4) estimation of cash-flows". New York, John Wiley and Sons, p. 3 -26.

Tableau 2: Le calcul des flux monétaires disponibles aux actionnaires

Entreprise non endettée	Entreprise endettée	Entreprise optimalement endettée
Bénéfice net comptable (BNC)		
+dépréciation +amortissement	+dépréciation +amortissement	+ (1 – re) *(dépréciation)
Flux monétaires d'exploitation		
-investissements -VFDR	-investissement -VFDR -dividendes privilégiés -paiements principal dettes émises -FM des nouvelles dettes émises	-(1-re)* (investissement) -(1 – re)*(VFDR)
Flux monétaires disponibles aux actionnaires		

Avec :

re = ratio d'endettement optimal (dette/capital total)

Investissements= acquisition de terrains et d'équipements

VFDR = variation des éléments hors caisse du fonds de roulement

La valeur de l'action par cette méthode de F.M.D.A dépend des flux disponibles aux actionnaires et de sa valeur terminale.

Équation 2:

$$P_0 = \sum FM (\text{actionnaires})_t / (1+r)^t + P_n / (1+r)^n$$

Avec;

$$P_n = F.M.D.A_{.n+1} / (r-g_n)$$

r : Taux de rendement requis par les actionnaires

P_n : Prix à la fin de l'année n

g_n : taux de croissance après l'année n

Pour ce qui est des flux disponibles aux les bailleurs de fonds, on peut les calculer de deux façons :

- En se basant sur les flux disponibles aux actionnaires, tel que préconisé par Damodaran (1994) :

Flux monétaires disponibles aux actionnaires
 + Intérêt et taxes
 + Remboursement du capital
 + Paiements du principal des dettes émises
 - Flux monétaires des nouvelles dettes émises

= Flux disponibles aux bailleurs de fonds

- En se basant sur les flux monétaires nets discrétionnaires disponibles aux bailleurs de fonds : white, Sondhi et Fried(1997)⁴⁵.

Total des investissements de croissance et de remplacement
 - Flux monétaires d'exploitation

= Flux monétaires disponibles aux bailleurs de fonds (F.M.D.B.F.)

⁴⁵ White, Sondhi et Fried (1997). "The analysis and use of financial statements", 2^{ème} édition, N.Y., John Wiley et Sons.

La valeur de l'action est par conséquent égale à la somme des F.M.D.B.F actualisés et de la valeur terminale.

Équation 3:

$$P_0 = \sum F.M.D.B.F. / (1+r)^t + P_n / (1+r)^n$$

Avec;

$$P_n = F.M.D.B.F._{n+1} / (r-g_n)$$

r = taux de rendement requis par les bailleurs de fonds qui est égal au coût moyen pondéré du capital.

P_n = prix à la fin de l'année (n)

g_n = taux de croissance après l'année (n)

Dans le calcul de la valeur de l'action, on doit estimer le coût du capital. Dans l'actualisation des F.M.D.A, on a besoin du coût de l'équité, tandis que dans l'actualisation des F.M.D.B.F, on a besoin du coût de la dette.

Le coût de l'équité correspond au taux de rendement requis par les investisseurs pour investir dans les actions d'une firme.

Le modèle le plus utilisé est le C.A.P.M (*Capital Asset Pricing Model*) :

Équation 4:

$$\text{CAPM: } K_e = R_f + [\beta_E * (E (R_m) - R_f)]$$

Avec K_e = coût de l'équité

R_f = taux sans risque

$E (R_m)$ = taux de rendement du marché

β_E = mesure de la sensibilité du rendement requis par les actionnaires suite à une variation de 1% du rendement du marché.

La procédure standard pour l'estimation de β consiste à faire une régression du rendement de l'action, de la firme elle-même ou de celui des comparables, sur le rendement du marché. La pente de cette régression est égale à β dont

la valeur dépend du type de la firme, son levier d'exploitation et son levier financier.

Ce modèle se base sur les hypothèses suivantes :

- Les investisseurs ont des anticipations homogènes du rendement et de la variance des actifs dans lesquels ils investissent,
- Les actifs financiers sont négociables et parfaitement divisibles,
- Il n'existe pas de coûts de transaction,
- Il n'existe pas de restrictions de vente,
- Les investisseurs peuvent prêter et emprunter au taux sans risque.

Pour ce qui est du coût de capital moyen pondéré, il est ainsi calculé :

Équation 5:

$$K_{CAPM} = K_e (FP / FP + D + AP) + K_D (D / FP + D + AP) + K_{AP} * (AP / FP + D + AP)$$

Avec;

K_{CAPM} = coût moyen pondéré du capital

K_e = coût des fonds propres

K_D = coût de la dette

K_{AP} = coût des actions privilégiées

FP = montant des fonds propres

D = montant de la dette

AP = montant des actions privilégiées

Le coût de l'équité est, en général, plus élevé que le coût de la dette et des actions privilégiées puisque les fonds propres sont plus risqués.

- La méthode d'évaluation par les comparables:

L'approche qui sous-tend cette méthode est celle de l'évaluation relative. Son principe de base est que la valeur d'une firme peut être estimée à travers la valeur des firmes comparables en termes de rentabilité et de risque. Les comparables sont pris en compte à travers une variable caractéristique commune. Cette approche d'évaluation suppose qu'il existe des firmes comparables à la firme sous évaluation et qu'elles sont correctement évaluées par le marché "marché efficient".

Les multiples:

L'évaluation par les multiples repose sur l'idée suivante: La valeur d'une firme est proportionnelle à une donnée comptable fondamentale. Il s'agit d'un "Value driver" qui peut être les ventes, les bénéfices ou la valeur comptable de l'équité. Pour ce qui est de la proportionnalité, elle peut être obtenue à travers l'analyse des éléments fondamentaux des firmes déjà publiques appartenant au même secteur. Ces firmes sont considérées comme étant des comparables surtout par rapport au taux de croissance et au degré d'exposition au risque.

On calcule, ainsi, la valeur de la firme :

Équation 6:

$$\text{Valeur} = \text{élément caractéristique} / (K-g)$$

Avec :

K = Coût du capital

g = taux de croissance anticipé de l'élément caractéristique considéré comme constant.

La valeur caractéristique devrait être susceptible de traduire la performance financière de la firme à évaluer.

Dans le contexte d'évaluation des sociétés fermées, cette méthode est plus théorique que pratique. En fait, elle suppose que les données issues des sociétés cotées sont identiques à celles de la firme évaluée, ce qui est rare en pratique.

Le C.I.C.B.V définit les étapes suivantes de l'application de la méthode des multiples⁴⁶:

- 1- Le traitement des actifs excédentaires qui ne sont pas nécessaires au maintien de l'exploitation de l'entreprise.
- 2- Le choix et la correction de la valeur caractéristique.
- 3- Le repérage des entreprises de référence.
- 4- Le calcul de la valeur et ajustement pour escompte de liquidité si nécessaire.

Les transactions sur le marché:

Cette méthode repose sur l'idée qu'une firme pourrait être évaluée sur la base des transactions portant sur des firmes similaires. Elle suppose les mêmes hypothèses simplificatrices de la méthode des multiples. Toutefois, c'est le coefficient de proportionnalité entre la valeur et l'élément fondamental qui diffère d'une méthode à l'autre.

Au niveau de cette méthode, ces coefficients sont obtenus des transactions récentes comparables ayant les mêmes caractéristiques. Ce type d'évaluation permet d'incorporer les primes d'acquisition et de contrôle qui traduisent des possibilités de synergie ou d'économie d'échelles que l'acquéreur pense réaliser. Une estimation menée sur la base des transactions semblables conduira, généralement, à une valeur supérieure à celle obtenue sur la base des multiples.

⁴⁶ Institut Canadien des experts en évaluation des entreprises (2002). "Notes du cours: *Intermediate Business and Security Valuation*".

Une transaction est dite comparable si elle:

- Est effectuée peu de temps avant la transaction étudiée,
- Porte sur une firme dont le taux de croissance anticipé est du même ordre que celui de l'entreprise évaluée,
- Elle concerne des transactions dont la dimension stratégique est identique.

2.4.2.2 L'actualisation des flux monétaires pour les firmes technologiques :

Les praticiens s'accordent sur la difficulté de prévoir avec une relative précision les flux monétaires des titres sujets à des opportunités de croissance exponentielle. Il convient également de mentionner que ces flux peuvent être nuls ou négatifs pour des firmes en démarrage, pourtant leur profitabilité future n'est guère mise en cause. Dans ce cadre, les méthodes d'actualisation des flux peuvent être inadaptées. Simon Anderson (1997)⁴⁷ constate l'inefficience des méthodes d'actualisation des flux monétaires dans l'évaluation des titres technologiques. Ceci s'explique par la complexité de prévoir ces flux et d'évaluer les opportunités de croissance futures.

Danielson M.G.,(1998)⁴⁸ a étudié le modèle de capitalisation des bénéfices dans un contexte de haute technologie. Il souligne l'incapacité de ce modèle à capturer les opportunités de croissance futures, mais révèle un constat intéressant. Ce modèle nous permet de comprendre les anticipations des investisseurs quant à la capacité de la firme à créer de la valeur. Il intègre également les informations relatives à l'avantage compétitif que la firme détienne et par l'effet même sa capacité à créer de la valeur.

⁴⁷ Anderson, S. (1997). "Valuing software using a discount cash flow approach", Business Valuation Digest, C.I.C.B.V, p. 57-30.

⁴⁸ Danielson, M., (1998). "A simple valuation model and growth expectations", Financial analysts Journal, Juin 98, p. 50-57.

2.5 La performance à court terme des premières introductions en bourse

L'objectif de cette section est de se limiter à la présentation des éléments saillants de la performance à court terme des premières émissions.

Les coûts associés aux premières émissions sont généralement très importants. On distingue des coûts directs et des coûts indirects. En général, les coûts les plus importants sont: Les coûts engagés pour se conformer à la réglementation, ceux liés à la sous-évaluation initiale ainsi que la commission versée au souscripteur. Conscients de l'importance de la réduction de ces coûts, les dirigeants de Google Inc. avaient pris des mesures allant dans ce sens.

La performance à court terme des introductions en bourse est caractérisée par une sous-évaluation initiale (S.É.I) des actions objets d'émissions. La S.É.I constitue un coût supplémentaire pour les firmes émettrices et un transfert de richesse vers les investisseurs capables d'acquérir le titre au prix d'émission. Pour la mesurer, les chercheurs utilisent généralement le rendement que réalise un investisseur capable d'acheter le titre du courtier et de le vendre au cours de clôture de la première journée de cotation. Ritter (1998)⁴⁹ calcule une S.É.I moyenne de 15,8% pour les IPO aux États-Unis.

Cette anomalie n'a pas encore reçu d'explications satisfaisantes à ce jour bien que de nombreuses hypothèses aient été avancées. La théorie du signal considère que la S.É.I est induite intentionnellement par les dirigeants des firmes voulant se distinguer des mauvaises entreprises en signalant que leur disposition à subir une décote démontre leur confiance dans leur capacité à créer de la valeur dans le futur. Une telle stratégie incite éventuellement les investisseurs à participer massivement à l'émission ce qui permet d'obtenir une plus grande dispersion du capital. À cet égard, toute conclusion reste fragile dans la mesure où une telle sous évaluation reflète l'asymétrie d'information entre le marché et la

⁴⁹ Ritter J.R. (1998). "Initial Public Offering", Contemporary Finance Digest, Vol. 2, no. 1, Spring 1998, p. 5-30.

firme émettrice. Ainsi la S.É.I est provoqué par le marché et ce par mesure de prudence en attendant que le titre dévoile son vrai potentiel.

Le cours des actions issues d'un PAPE, à la clôture de la première journée de transactions, sont en général plus élevés que leurs prix d'émission. Durant la période de 1980 à 2001, le cours d'une action nouvellement émise augmente de 18.8% le premier jour de cotation⁵⁰. Cette augmentation est plus importante durant les périodes de surchauffe du marché des PAPE, notamment la période de *boom* technologique 1999-2000. Environ 30% des PAPE de compagnies technologiques ont connu une augmentation de prix, le premier jour de cotation, de l'ordre de 100%⁵¹.

La firme émettrice vend habituellement toutes ces actions au prix d'émission et ne profite pas de l'augmentation du prix observé sur le marché secondaire contrairement aux initiés qui réalisent d'importantes plus values. Il s'agit des investisseurs institutionnels et de certains clients réguliers de ces derniers. Ils sont capables de capitaliser sur la différence entre le prix d'émission et le prix du marché⁵² en ne vendant que 20% des actions le jour de l'introduction en bourse, le reste étant vendu après le PAPE au prix du marché⁵³.

La théorie et les études empiriques montrent que le niveau de la sous-évaluation initiale diffère selon le mécanisme d'introduction adopté, le *book building* versus la vente aux enchères. La sous-évaluation initiale est plus élevée avec le *book building*⁵⁴. L'explication théorique souvent avancée pour justifier cette plus grande sous-évaluation est la suivante: L'hypothèse sous-jacente aux modèles théoriques du *book Building* se base sur une plus grande dispersion de

⁵⁰ Ritter et Welch (2002) "A review of IPO activity, pricing and allocation", Jay Ritter et Ivo Welch, *Journal of finance*, Vol. 57.

⁵¹ Alexander P. Ljungqvist et al., (2004). "Hot markets investor sentiment, and IPO pricing", Working Paper.

⁵² Bohemer Betrice et al., "Do institutions receive favorable allocations in IPOs with better long run returns?", Working Paper, ssrn.com/abstract=350820.

⁵³ Daily, Catherine M.,(2003) "IPO underpricing: A meta analysis and research synthesis", *Entrepreneurship: Theory and practice*, Mars 2003.

⁵⁴-Lee, Yi- Tsung et al., (2002), "The performance of auctions in pricing IPO shares: New evidence", Working Paper.

l'information privée concernant la juste valeur de la compagnie procédant à un PAPE. La sous-évaluation initiale apparaît comme étant une compensation aux banques d'investissements qui ont évalué cette compagnie privée et ont rendu public sa valeur⁵⁵.

Cette S.É.I pourrait également être minimisée en recourant à des banques d'investissements pour gérer l'opération d'introduction en bourse. Ljungqvist, Jenkinson et Wilhelm (2000)⁵⁶ considèrent que la réputation et l'expertise de ces banques ainsi que leur capacité à placer toutes les actions objets de l'émission permettent de baisser le niveau de la sous évaluation. En fait, la présence de ces banques donne plus de crédibilité à l'émetteur et au processus d'émission.

La finance comportementale considère que le comportement des investisseurs explique en grande partie la sous évaluation initiale. Des investisseurs pessimistes auront tendance à sous évaluer le titre pour minimiser des pertes futures éventuelles.

⁵⁵- Ritter, L. et Rydqvist, (1994), "Initial Public Offerings: International Insights", Pacific-basin Finance Journal, Juin 1994

⁵⁶ Ljungqvist, Jenkinson, et Wilhelm (2000). "Has the introduction of bookbuilding increased the efficiency of international IPO's?", Working Paper, Oxford University.

2.6 Conclusion

Dans le cadre d'une introduction en bourse comme dans le cadre de toute autre transaction d'investissement, il est nécessaire d'évaluer l'émetteur. Comme on l'a mentionné ci haut, il existe plusieurs avenues pour faire une introduction en bourse comme pour évaluer l'émetteur. On a distingué plusieurs mécanismes d'introduction en bourse et plusieurs méthodes d'évaluation d'une firme tout en passant en revue ce qu'englobe le phénomène des IPO. Tous les points traités précédemment avaient pour but d'éclaircir la question sous étude dans ce mémoire.

Dans la prochaine section, nous allons présenter Google Inc., le contexte de son introduction en bourse, le mécanisme d'introduction qu'elle a mis en place, notre évaluation pour cette firme et par le fait même enchaîner avec les différents résultats obtenus.

3. MÉTHODOLOGIE

3.1. Introduction

L'introduction en bourse de Google a sollicité beaucoup d'intérêt pour son originalité tant au niveau du mécanisme d'introduction choisie tant au niveau de la valeur d'introduction fixée.

Notre objectif à travers cette partie méthodologique consiste à bien faire comprendre le choix du mécanisme d'introduction en bourse de Google et le mécanisme en tant que tel. Pour cela on va examiner si ce dernier avait permis à ses dirigeants d'atteindre leurs objectifs, à savoir faire participer le maximum d'investisseurs individuels et réduire les coûts associés à l'émission, notamment la sous évaluation initiale.

Pouvoir conclure quant à la sous évaluation de l'action de Google lors de son introduction en bourse n'est pas évident. L'approche employée dans le cadre de ce travail consiste à évaluer cette firme. L'évaluation du cas sous étude devrait permettre de savoir si le prix d'émission que Google Inc. avait finalement fixé reflète la vraie valeur de la firme ou qu'il a été délibérément sous ou sur évalué. La réponse à cette question nous permettra de juger quant à la pertinence du recours à la vente aux enchères modifiée comme mécanisme d'introduction en bourse.

3.2. La méthodologie d'analyse de cas

L'analyse ou l'étude de cas⁵⁷ est définie comme étant une collection et une présentation d'informations détaillées concernant un participant ou un petit groupe de participant. Elle permet d'étudier en profondeur un phénomène contemporain dans un contexte réel. Elle est considérée comme étant la

⁵⁷ Ces deux termes sont utilisés dans ce texte d'une façon interchangeable.

meilleure stratégie de recherche lorsqu'il s'agit de répondre aux questions de type comment et pourquoi.

L'étude de cas est préférée lorsqu'il s'agit d'examiner des événements nouveaux auxquels il est impossible d'appliquer une théorie générale⁵⁸. Elle est la meilleure méthodologie de recherche dans la mesure où elle permet d'analyser des situations non homogènes faisant preuve de créativité et d'innovation. Ceci n'exclue pas le fait qu'elle présente des limites.

Plusieurs chercheurs considèrent que les recherches basées sur cette méthodologie manquent de rigueur scientifique et que ceux qui l'adoptent ont dévié de leur discipline académique. Yin (2003) mentionne dans son livre que ses opposants la qualifient de méthode faible, subjective et pseudo scientifique.

Dans le cadre de ce mémoire on fera recours à la méthodologie de l'étude de cas détaillée. Étant donné l'originalité du processus d'émission et d'évaluation des actions de Google. Notre analyse se fera à titre descriptif et explicatif. Descriptif parce qu'on va détailler toute la démarche suivie par la firme sous étude pour faire son IPO. Explicatif parce qu'on pourra porter un jugement sur la démarche qui a permis la fixation du prix d'émission. Ce par le biais des méthodes d'évaluation d'entreprises. Il importe de mentionner à ce niveau que cette approche de recherche permet l'obtention de résultats détaillés qu'une analyse statistique n'est pas capable de ressortir.

3.3. La compagnie Google Inc.

L'histoire de Google a commencé en 1995 avec le développement par Larry Page et Sergey Brin, dans le cadre de leurs études doctorales à la prestigieuse

⁵⁸ YIN, R.K. (2003). "Case Study Research: Design and Methods", Applied Social Research methods Series, Édition Sage Publications, 3e édition, 179 pages.

Stanford University, d'une technologie de recherche sur le web. Elle est communément appelée "*Page Rank Technology*" et elle repose sur deux dispositifs sophistiqués. Le premier se sert de la structure de lien d'enchaînement pour calculer un rang de qualité pour chaque page Web "*Page Rank*". Le deuxième utilise ce rang pour afficher les résultats de la recherche par degré de précision décroissant⁵⁹. Grâce à cette technologie il était possible de répondre efficacement, dans un premier temps, à 3 millions de requêtes de recherche par jour. Conscients de la pertinence et de la solidité de leur technologie, Page et Brin ont lancé sur le Web le moteur de recherche Google.

Le lancement de Google a nécessité des fonds de démarrage que ses deux fondateurs, Page et Brin, ont sollicité auprès des bailleurs de fonds américains. La majorité des fonds recueillis provenaient des investisseurs providentiels "*Business angels*" qui se sont joints aux familles, amis et professeurs des fondateurs. Cette démarche s'est matérialisée par la création de la compagnie Google qui a été incorporée en Californie avec un capital de 1 million de dollar. Sa structure capitalistique repose sur deux actionnaires majoritaires qui sont les deux co-fondateurs. Quelques mois plus tard, Google semblait plus prometteur au regard des investisseurs. Plusieurs firmes de capital de risque "*Venture Cap*", croyant dans son potentiel, ont injecté plus de 25 millions de dollars. Il s'agit de *Sequoia Capital*, leader en matière de capital de risque aux États-Unis, et *Kleiner Perkins Caufield & Buyers*. Grâce à cet argent neuf, Google inc. a réussi le financement de son expansion rapide. En l'an 2000, elle a occupé le premier rang mondial parmi les moteurs de recherche sur le Web. Elle incarne ainsi l'une des plus belles réussites de l'Internet. Ce grâce à sa capacité de répondre avec précision à 60 millions de requêtes de recherche par jour⁶⁰ et à ses nouvelles activités déclinées à partir de son coeur de métier: weblogs, newsgroups et liens promotionnels. Ces activités reposent essentiellement sur les revenus de publicité, ce via des liens promotionnels intégrés au moteur de recherche et aux sites partenaires.

⁵⁹ - Sergey Brin et Lawrence Page (1998). "The anatomy of a large-scale hyper textual web search engine", Working Paper, Stanford University.

⁶⁰ - Moody, Glyn et Doyle, Eric(2002). "Google leads the search", Computer Weekly, p. 25.

Google a réussi à maintenir une croissance fulgurante au fil des années. Ce en développant de nouveaux produits notamment un service mail et un éventail de services de publicité. Cette croissance s'est traduite par la multiplication par 17 de ses revenus annuels passant de 86 millions de \$ en 2001 à 1466 millions de \$ en 2003. Toutefois la concurrence avec Microsoft et Yahoo fut très rude et risque de compromettre ces résultats. Dans ce cadre, du *Google's SEC filing* du 29 Avril 2004, *form S-1*, page 4, on relève: "*We face formidable competition in every aspect of our business....Currently we consider our main competitors to be Microsoft and Yahoo...may have a greater ability to attract and retain users than we do because they operate internet portals with a broad range and services*". Pour faire face à cette concurrence, la mise en place d'une stratégie de croissance s'est imposée et la nomination de managers de renom était indispensable (Annexe 2). Les deux fondateurs de Google inc. ont recruté Eric Schmidt, un dirigeant expérimenté, pour présider le conseil d'administration qui est devenu par la suite chef de la direction.

Dans ce même contexte, les dirigeants de Google inc se sont rendus compte que rester encore plus longtemps une compagnie privée risque de compromettre la croissance future de la compagnie. Plusieurs actionnaires partageaient le même avis. Il s'agit tout particulièrement des sociétés de capital de risque qui voient en un PAPE une bonne opportunité financière. Tout au long de l'an 2003, des rumeurs évoquant un éventuel PAPE de Google circulaient avec persistance à Wall Street. Au début de l'an 2004, il est devenu certain que cette première introduction en bourse aura lieu. Le montant prévu de la transaction s'élève à 2.7 milliards de \$, l'un des plus importants de ces dernières années marquées par la raréfaction des PAPE aux États-unis. Le 29 Avril 2004, les dirigeants de Google avaient déposé leur *IPO filing* auprès de la *Securities and Exchange Commission* (SEC). Le choix de cette date est d'une importance majeure. Elle coïncide avec le début de réchauffement du marché américain des premières émissions, après plusieurs années de crise, ce qui devrait permettre éventuellement à Google de réaliser un produit d'émission record.

Ce PAPE marque un tournant dans l'histoire de Google inc. et promettait de révolutionner les marchés financiers au regard d'un certain nombre de caractéristiques. Il s'agit (1) du mécanisme de fixation du prix de l'action modelé à la "*Dutch auction*", formule peu utilisée dont l'objectif est d'assurer un processus d'attribution des actions qui soit juste, équitable et ouvert à tous les investisseurs, individuels et institutionnels; (2) du rôle restreint des syndicats bancaires à qui on confiait habituellement la fixation du prix des actions ainsi que leur placement; et (3) de la duelle structure de propriété "*Dual class shareholder structure*" qui permet aux fondateurs de maintenir le contrôle de la compagnie à travers des actions à vote multiple.

3.4. Le contexte du premier appel public à l'épargne

3.4.1 Le marché américain des premiers appels publics à l'épargne en 2004

Les conditions du marché des premières émissions américain devraient être analysées. Ce pour bien comprendre dans quelles circonstances de marché "*IPO Market conditions*" cette firme avait décidé de s'introduire en bourse et quel est l'effet de la situation de ce marché sur son processus d'émission.

Durant la période allant de 1995 à 2000, le cours des actions sur le marché financier américain étaient surévaluées. En l'an 2000, le rapport cours/bénéfices des compagnies cotées s'élève à 30 fois, un sommet jamais atteint auparavant. Cette envolée des cours s'explique par la création d'une bulle boursière dont l'ampleur est sans précédent. À l'origine de cette bulle une dynamique spéculative résultant de l'euphorie de la nouvelle économie qui a mené à un marché considérablement surévalué⁶¹. La valorisation des compagnies high-tech durant cette période en témoigne.

⁶¹ - Shiller, R. (2000). "Irrational Exuberance". Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Plusieurs économistes ont admis que cette bulle n'est pas viable principalement parce que les prévisions des analystes, reflétés dans les cours, sont intenable à long terme. Ce en se fiant aux données macroéconomiques réelles. La suite des évènements leur a donné raison avec l'éclatement de cette bulle spéculative. Le *dot-com boom* des années 1995-2000 est devenu dès lors un *dot-com doom* de 2001 à 2003. Durant cette période, l'activité des PAPE a beaucoup souffert en volume (Tableau 3) et en rendement "*aftermarket return*" (Tableau 4). Ce n'est qu'en l'année 2004 qu'on a pressentie une reprise de l'activité des PAPE.

Tableau 3

Le volume des PAPE ⁶²

Données: 1998-2004							
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Nombre de transactions	247	486	406	83	70	68	216
Produit total (billions)	\$45	\$93	\$97	\$41	\$24	\$15	\$43
Taille moyenne des transactions (millions)	\$181	\$191	\$240	\$491	\$338	\$224	\$198

Tableau 4

La performance des PAPE ⁶³

Données: 1999-2004						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Rendement total	276%	-18%	16%	3%	28%	34%
<i>Aftermarket Return</i>	111%	-38%	2%	-5%	14%	21%

⁶² - Renaissance Capital IPOhome.com

⁶³ - Idem.

Le marché des PAPE a réalisé des gains durant le premier semestre de 2004 et les investisseurs individuels et institutionnels sont plus optimistes. Cette période est marquée par un afflux de capitaux ainsi qu'une réelle demande de fonds émanant de compagnies qui veulent profiter des avantages d'un marché haussier. Durant le premier quart de 2004, il y a eu 32 nouvelles introductions en bourse dont 11 dans les secteurs de la haute technologie. Sur toute l'année, 83 PAPE sur un total de 216 portent sur des high-tech (Tableau 5)⁶⁴.

Industrie	2004
Internet	21
Media/communication	7
Semi-conducteur	6
Software	5
Hardware	3
Medical	25
Biotechnologie	16
Total	83

Les dirigeants de Google inc. ont décidé de procéder à l'introduction en bourse avant la fin de 2004 pour profiter des avantages d'un marché haussier. Les analystes ont considéré qu'une compagnie si prospère et profitable comme Google qui décide de lancer un des plus importants PAPE aux États-Unis confirme la reprise du marché des PAPE⁶⁵.

3.4.2 Le premier appel public à l'épargne de Google

Le PAPE de Google inc. a été l'évènement financier le plus médiatisé en 2004. En conduisant un "*auction-driven IPO*", les dirigeants de Google inc. tentent de

⁶⁴ 2004 Thomson Venture Economics & National Venture Capital Association Report.

⁶⁵ - Robin Sidel et Kevin J. Delaney (2004). "For Hottest IPO in Years, Google Taps CSFB and Morgan Stanley", Wall Street Journal. (Eastern edition). New York, N.Y. p. A.1.

défier Wall Street. Leur objectif était de vendre le maximum d'actions aux investisseurs individuels qui n'obtiennent pas habituellement une chance pour participer aux PAPE les plus recherchés⁶⁶. Cette démarche diffère du processus usuel, dit "*Book building process*", qui consiste en la vente des actions objets du PAPE aux investisseurs institutionnels qui se chargeront de les vendre au grand public. L'opération d'introduction a été gérée par Morgan Stanley et Credit Suisse First Boston. Elle devrait valoriser la compagnie californienne au-dessus de 20 milliards de dollars. Selon le prospectus d'émission, Google utilisera les fonds récoltés pour (1) augmenter son capital, (2) renforcer sa compétitivité, (3) acquérir de nouveaux services Web, et (4) financer l'achat de nouvelles technologies.

- La situation financière de Google inc. et sa valeur présumée

Les données financières de Google inc. sont restées pour plusieurs années confidentielles. Suite à sa décision de s'introduire en bourse, cette dernière a rendu public, pour la première fois, ses états financiers (Annexe 3) ainsi que d'autres données chiffrés sur ses activités. Une première lecture de ces états permet de constater la bonne assise financière de la compagnie. En 2003 Google inc. a réalisé des revenus nets de 961 millions de \$ et des revenus bruts, qui incluent les paiements aux moteurs de recherche et aux emplacements qui montrent les annonces d'AdWords, de 1.456 millions de \$. Les investissements en plateformes technologiques et publicitaires sont très importants. En fait, le budget consacré aux dépenses de publicité s'est multiplié par quatre en trois ans et s'élève à 20.9 millions de dollar en 2003. Ces montants sont justifiés par la part des revenus provenant des activités de publicité et par l'importance de leur progression annuelle. Les revenus de publicité représentent 77%, 94%, 97% et 98% du total des revenus en 2001, 2002, 2003, et les six premiers mois de 2004 respectivement. Ces données financières traduisent la grandeur du volume d'affaire de Google inc. qui répond quotidiennement à deux cents millions requêtes de recherche.

⁶⁶ - Waters R. (2004). "Poor turnout mars Google's IPO democracy: The attempt to sell to private investors backfired and was damaged by the early departure of Merrill Lynch",. Financial Times. London (UK). Août. p. 25.

La proportion des revenus provenant des marchés internationaux a augmenté considérablement au fil des années. Elle représente 22% du total des revenus en 2002, 29% en 2003, et 31% durant les six premiers mois de 2004. Au niveau du prospectus d'émission, on attribue cette progression à la plus grande acceptation des programmes de publicité de Google sur le marché international. Les activités quotidiennes de la compagnie sont assurées par 1907 employés dont 596 en R&D, 961 au commercial, 350 dédiés à l'administratif et le reste s'occupe des fonctions de support.

Les résultats financiers de Google depuis 2002⁶⁷

(en millions de dollars)

	2002	2003	Variation	T1 2003	T1 2004	Variation
Chiffre d'affaires total	347,8	961,9	+ 176,5 %	178,9	389,6	+ 117,8 %
Revenu net	99,6	105,6	+ 6,0 %	25,8	63,9	+ 147,9 %

Sources de revenus

Revenus publicitaires	319,2	916,6	+ 187,1 %	169,4	375,3	+ 121,5 %
Licences et autres revenus	28,6	45,3	+ 58,3 %	9,5	14,3	+ 50,9 %

Répartition géographique du chiffre d'affaires

(en milliers de dollars)

États-unis	275,5	707,9	+ 61,1 %	135,9	273,4	+ 50,1 %
International	72,5	254	+ 71,5 %	43	116,3	+ 63 %

⁶⁷ Les résultats financiers de Google audités par Ernst & Young. Données reproduites par le Journal du net, Avril 2004.

En dépit de cette bonne situation financière, une question a été sans cesse répétée par les analystes financiers et les investisseurs avant et avec l'annonce du PAPE de Google Inc. Quelle est la vraie valeur de cette compagnie? Parmi les études qui ont cherché une réponse à cette question, on relève celle de Standard & Poor's⁶⁸. Cependant, étant donné que Google est une compagnie fermée et ce que ceci implique en termes d'insuffisances d'informations financières, d'historique comptable, et de problèmes de fiabilité des données, il est toujours très difficile de lui fixer une valeur raisonnable.

L'approche par les comparables a été largement utilisée dans de pareilles circonstances pour évaluer une compagnie fermée⁶⁹. Sachant que Yahoo est notamment le premier concurrent de Google, les analystes de Standard & Poor's l'avaient considéré comme étant une compagnie comparable. De ce fait, les données financières de Yahoo avaient servi comme benchmark pour procéder à une évaluation raisonnable de Google.

Dans le rapport "*Google Pre-IPO Report*", les analystes de Standard & Poor's considèrent que, sur la base des prévisions pour 2004, la valeur marchande de Yahoo s'élève à 14 fois ses revenus, 21 fois sa marge brute et 46 fois ses bénéfices avant intérêts, taxes, dépréciation et amortissements. Sur la base de ces multiples, la valeur de Google s'élève à 33 milliards de \$ et pouvant atteindre 40 milliards de \$. Pour justifier cette évaluation, on avance l'importance des opportunités de croissance futures de Google, le caractère sain de son bilan et la qualité de ses bénéfices. Ces estimations de S&P n'étaient pas loin de celles publiés en Juin 2004 par Google inc. La compagnie s'attendait à atteindre une capitalisation boursière se situant dans l'intervalle allant de 29 à 36 milliards de \$ avec un prix de vente anticipé allant de 108\$ à 135\$ par action pour un total de 268.5 millions d'actions en circulation. Son ratio *price-to-earnings* s'élève à 329 fois. Il est de 56 fois pour Microsoft, 110 fois pour Yahoo. Il reste à voir quel prix

⁶⁸ Standard & Poor's Equity Research Services (2004). "Google Pre-IPO Report", Juin. P. 55

⁶⁹ White Brenda (2004). "Valuing a company for an IPO", Mortgage Banking, Octobre.

Google va finalement avoir pour ses actions surtout avec l'adoption de la vente aux enchères comme mécanisme d'émission.

Il est communément connu que le mécanisme d'émission peut influencer le prix d'émission ainsi que le nombre d'actions à émettre. Google Inc. n'a pas échappé à cette règle. En optant pour une vente aux enchères « *Dutch Auction* », elle a diminué en mi-Août 2004 significativement ses estimations de prix qui étaient entre 108\$ et 135\$ pour varier dans une fourchette de 85\$ -95\$. Cette réduction a également concernée le nombre d'actions à vendre qui devenait 19.6 millions au lieu de 25 millions. À chaque fois qu'il y a eu un changement, un amendement a été apporté à son rapport d'enregistrement "*registration statement*" auprès de la SEC.

- Le rapport d'enregistrement de Google Inc.

Le 29 Avril 2004, Google Inc avait déposé son rapport d'enregistrement auprès de la SEC. Profitant de cet évènement, les deux fondateurs avaient joint une lettre à ce rapport "*Letter from the founders*" adressée aux investisseurs au niveau de laquelle ils expliquent ce qui distingue Google des autres compagnies (Annexe 4). Ils ont également consacré une bonne partie de ce rapport pour justifier le recours à une vente aux enchères comme mécanisme d'introduction en bourse. Ils mettent en avant les inefficiences inhérentes au processus traditionnel de premières émissions qui sont de nature à porter préjudice, aussi bien, à l'émetteur qu'aux investisseurs à long terme⁷⁰.

*"It is important to us to have a fair process for our IPO that is inclusive of both small and large investors. It is also crucial that we achieve a good outcome for Google and its current shareholders. This has led us to pursue an auction-based IPO for our entire offering. Our goal is to have a share price that reflects an efficient market valuation of Google that moves rationally based on changes in our business and the stock market"*⁷¹.

⁷⁰ Basch Reva (2005). "The Saga as Google Goes Public: Doing Good and Doing Well", Searcher, Vol. 13, Issue 1.

⁷¹ Google prospectus (2004). "Letter from the founders", p. 31, 18 Août .

Ils considèrent qu'une vente aux enchères est susceptible d'écarter les investisseurs cherchant des gains à court terme dans la mesure où le prix de l'action n'est pas censé augmenter le premier jour de cotation "*Therefore, buyers hoping to capture profits shortly after our class A common stock begins trading may be disappointed*"⁷². Ils ont également exhorté les investisseurs intéressés par leurs PAPE à considérer l'acquisition de l'action Google comme étant un investissement à long terme tout en rappelant au marché qu'ils ne sont guère intéressés par les résultats à court terme au dépend de la performance long terme "*If opportunities arise that might cause us to sacrifice short term results but are in the best long term interest of our shareholders, we will take those opportunities.*"⁷³.

En dépit des efforts des dirigeants de Google inc. de se distinguer des autres compagnies technologiques via ce processus d'émission non conventionnel, plusieurs investisseurs et analystes voyaient les choses autrement. Ils considèrent que les conditions restrictives liées à la vente aux enchères des actions, dont celui de faire participer des investisseurs individuels disposant d'au moins 1 million de dollars, sont contraires au principe de base d'un tel processus. Ainsi l'objectif annoncé de proposer un processus démocratique et de faire participer les petits investisseurs apparaît comme non respecté⁷⁴. À noter également que les deux banques d'investissements initialement retenues pour gérer l'émission n'ont jamais offert des services de vente aux enchères contrairement à plusieurs autres pionniers dans le domaine tel que W.R. Hambrecht & Co.

Suite à ces critiques, plusieurs amendements ont été apportés au rapport d'enregistrement. Le 21 Mai 2004, les dirigeants de Google inc. ont inclus plusieurs banques d'investissement ayant de l'expérience dans les ventes aux enchères électroniques. Ils ont également détaillé les risques inhérents à ce

⁷² Google Inc. Registration Statement (Form S-1) "Amendment No.1, Supra note 53".

⁷³ Google prospectus (2004). "Letter from the founders", p. 27, 18 Août.

⁷⁴ Francisco Bambi, Alistair Barr et Steve Gelsi (2004). "Behind the Google IPO: A Tale of Hubris and Greed", CBS Marketwatch,, 3 Septembre.

processus d'émission ainsi que l'impact négatif sur le nom de marque de la compagnie en cas d'échec de ce dernier "*The systems and procedures used to implement our auction could harm our business and our brand*"⁷⁵.

Dans le rapport d'enregistrement figure également la convention de blocage "*Lock-up agreement*"⁷⁶. En vertu de cette convention, les initiés peuvent vendre leurs actions après une période de 15, 90, 120, 150 et 180 jours. Toutefois, cette période est habituellement d'au moins 180 jours. Ceci a laissé sceptiques plusieurs analystes qui mettaient en doute ce qui ne cessaient de répéter les fondateurs, à savoir une stratégie de croissance favorisant la performance à long terme. On mentionne également le nombre d'actions mises à la vente qui s'élève à 24.636.659 actions et le prix d'émission qui se situe dans la fourchette 105-135\$ l'action. Il est le deuxième plus élevé prix d'émission de tous les PAPE aux États Unis. Un prix considéré excessivement élevé par les analystes financiers. Cependant, à travers une fourchette de prix aussi élevée, les dirigeants de Google Inc. voulaient accorder plus de crédibilité au processus de vente aux enchères dans la mesure où ceci permet de dissuader les opportunistes au profit des investisseurs à long terme.

Le 12 Août 2004, le journal américain Playboy publiait une interview⁷⁷ avec les fondateurs de Google Inc. ce qui constitue une violation à une exigence de la SEC, à savoir la période de discrétion "*quiet period*". Les investisseurs intéressés par ce PAPE craignaient ainsi des problèmes juridiques entre Google et la SEC et l'impact négatif qu'un probable procès peut avoir sur la compagnie. En conséquence, un septième amendement au rapport d'enregistrement s'est imposé. On y ajoutait: "*Playboy interview could create liability for Google for violating the SEC quiet period*"⁷⁸.

⁷⁵ Google Inc. Registration Statement (Form S-1) "Amendment No.1".

⁷⁶ Définition: Lors d'un appel public à l'épargne, entente conclue entre les dirigeants de l'entreprise émettrice et les souscripteurs selon laquelle ces derniers doivent conserver les actions acquises pendant une certaine période de temps avant de pouvoir les vendre. www.granddictionnaire.com

⁷⁷ "Google Guys", Playboy, Septembre 2004.

⁷⁸ Google Inc., Registration Statement Form S-1 (2004), "Amendment No.7", 13 Août.

Avec le début du processus d'enregistrement des investisseurs individuels intéressés par l'achat de l'action Google, on remarquait que la demande n'est à la hauteur des attentes. Rappelant que les investisseurs institutionnels boycottaient l'émission en guise de protestation contre le mécanisme d'émission. En conséquence un neuvième amendement, daté du 16 Août 2004, a été adopté révisant à la baisse le prix d'émission. La nouvelle fourchette se situe alors entre 85-95\$. Dans la section "*Description of capital stock*" du rapport d'enregistrement on mentionne les différentes catégories d'actions: Les actions ordinaires (à vote simple et à vote multiple) et les actions privilégiées, ainsi que les actions objets du PAPE. Le rapport d'enregistrement de Google Inc. a été finalement déclaré effectif par la SEC le 18 Août 2004⁷⁹.

- La structure duelle des actions de Google Inc.

La dualité des actionnaires fait référence à la séparation entre la propriété et le contrôle et par cet effet même à l'existence de plusieurs catégories d'actionnaires. A travers leur théorie d'agence, Jensen et Meckling (1976) distinguent entre deux groupes d'actionnaires : (1) les actionnaires de contrôle sont ceux qui gèrent la firme et prennent des décisions, et (2) les actionnaires minoritaires qui sont passifs, puisqu'ils n'interviennent pas dans la gestion ni la prise de décision. Google Inc. avait opté pour une telle structure.

Contrairement aux pratiques des compagnies technologiques, Google Inc. a décidé de créer deux classes d'actions "*Dual-class structure*" avec des droits de vote différents et des droits économiques identiques. Une action de la classe A dispose d'un seul droit de vote et une action de la classe B dispose de 10 droits de vote mais une fois vendue, une action B disposera d'un seul droit de vote. Les actions de la classe B représentent 83.6% du total des droits de vote détenus par les initiés. Dans le prospectus d'émission, on mentionne: "*we anticipate that our founders, executive officers, directors (and their affiliates) and employees will*

⁷⁹ Lohse Debra (2004). "SEC Delays Giving Final Approval to Google IPO", San Jose Mercury News, 18 Août.

together own approximately 84.8 percent of our Class B common stock, representing approximately 83.6 percent of the voting power of our outstanding capital stock”.

L'objectif recherché derrière une structure pareille serait de permettre aux fondateurs de maintenir le contrôle sur la prise des décisions stratégiques, éviter les prises de contrôle hostiles et atténuer la pression du marché financier qui est davantage orienté vers les résultats à court terme. Dans la lettre adressée aux actionnaires, Page et Brin ont tenté de défendre ce choix: *“Academic studies have shown that from a purely economic point of view, dual class structures have not harmed the share price of companies”*. Toutefois, la communauté financière américaine n'a pas épargné Google inc. de virulentes critiques quant à la pertinence d'une telle structure de capital malgré que de pareilles structures aient prouvé leur mérite dans le secteur des médias, tel le cas du New York Times. Plusieurs analystes considèrent que Google veut devenir une compagnie publique tout en pensant comme étant une firme privée *“Go public, think private”*⁸⁰. Dans ce même cadre, l'I.S.S *“Institutional Shareholder Services”* qui conseille les investisseurs institutionnels tout en notant les compagnies quant au respect des règles de bonne gouvernance corporative avait classé Google Inc. la dernière parmi les compagnies de l'indice Standard & Poor's 500.

- Le mécanisme d'émission des actions de Google Inc.

Sergey Brin et Larry Page ont voulu, à travers le recours à un processus d'émission non conventionnel, accorder à chaque investisseur individuel une chance réelle pour acquérir l'action de Google Inc. directement sur Internet. Leur objectif était de rendre leur PAPE plus démocratique. Ce en recourant au système d'enchères en ligne. Cette nouvelle approche d'émission diffère du processus usuel qui consiste en la vente de ces actions aux investisseurs institutionnels qui se chargeront par la suite de leur revente au grand public. Ainsi ils ont rompu avec les pratiques d'allocation des syndicats d'émission. De ce fait, le rôle des banques d'investissement retenues, notamment Morgan Stanley et

⁸⁰ - International Herald Tribune, 29 Avril 2004

CSFB, se limite à la gestion de l'introduction et à la mise aux enchères des actions. Tout au long de ce processus, elles ont joué un rôle minime et ont reçu en conséquence des frais peu élevés. Leur commission se limite à 2.8% du produit de l'émission contre 7% pour les émissions classiques⁸¹. C'est pourquoi elles se sont montrées très sceptiques face à ce processus d'attribution des titres. Les spécificités du processus adopté par Google Inc. et les raisons du scepticisme des institutionnels seront plus claires si on le compare au processus usuel.

Le *Bookbuilding* versus la vente aux enchères

Les banques d'investissements ont jusque là joué un rôle clé dans les processus de premières introductions. Dans le cadre de la relation entre la compagnie émettrice et la banque qui souscrit à l'émission, on distingue (1) deux types de contrats possibles "*best effort*" versus "*underwriting contract*" et (2) deux mécanismes d'émission possibles, le "*book building*" versus la "*auction method*". Cette dernière est très peu utilisée aux États-Unis et confère un rôle minime aux souscripteurs.

Dans le cadre d'un contrat "*best effort*", la compagnie émettrice permet à la banque d'investissement de faire de son mieux pour vendre le maximum possible de titres et lui permettre de profiter, en contre partie, d'un pourcentage du produit de l'émission. Pour ce qui est de la convention de placement "*underwriting contract*", l'émetteur vend à la banque d'investissement tous les titres objet de l'émission à un prix prédéfinie. Cette dernière vendra ces titres aux investisseurs sur le marché secondaire au prix du PAPE "*IPO price*". En vertu de ce contrat, auquel adhère la majorité des compagnies américaines, la banque d'investissement procède au montage de l'émission "*origination*", à la distribution des titres, la gestion du risque associé à l'émission et sa certification. La mise en

⁸¹- Joseph Nocera (2004). "Two cheers for the Google IPO", *Fortune*, New York, Vol. 150, Issue. 5, p. 42.

œuvre de ce contrat passe par l'adoption de l'un des deux mécanismes d'émission.

La vente aux enchères de Google Inc.

Le 29 Avril 2004, Google Inc. a confirmé l'adoption du mécanisme qui s'inspire largement de la vente aux enchères. Elle a été considérée par la suite comme étant une vente aux enchères modifiée. L'objectif de ses dirigeants est: "*Our goal is to have price that reflects a fair market valuation for Google*"⁸². Cette approche, très peu utilisée, diffère de la méthode des enchères traditionnelles et risque de poser des problèmes juridiques entre l'émetteur et la SEC. Toutefois, l'excellente situation financière de Google, l'a encouragé à adopter une telle approche qui est généralement considérée d'un risque évident. En Juillet 2004, la compagnie a dévoilé les "*Virtual road shows*" et ce via l'ouverture du site web ipo.google.com. Ce site fournissait des informations concernant le PAPE et acceptait, aussi, l'enregistrement des investisseurs.

La SEC et la vente aux enchères électroniques

La vente aux enchères viole la loi fédérale des valeurs mobilières aux États-Unis. En fait, vendre ou offrir à la vente des actions, dans le cadre d'un PAPE, avant que le rapport d'enregistrement ne soit déclaré effectif par la SEC est prohibée par la loi. Ce rapport ne devient effectif qu'après que le prix final de l'action ne soit indiqué par la compagnie émettrice. Or le prix final de l'action sera connu après que les enchérisseurs aient adressés leurs offres d'achat et après que la compagnie émettrice les accepte au prix le plus élevé au niveau duquel toutes les actions seront vendues⁸³. En 1999, une banque d'investissement, *Wit Capital*, voulant offrir le service de vente aux enchères a adressé une lettre à la SEC lui demandant des éclaircissements quant à cette prohibition via une lettre d'aucune action "*No action letter*". Il s'agit en fait d'une lettre de la SEC indiquant qu'aucune

⁸²- Form S-1 Registration Statement, "Google SEC filing", p. 5

⁸³ NYSE/NASD IPO Advisory Committee Report and Recommendations of a committee convened by the New York Stock Exchange, Inc. and NASD.

mesure civile ou criminelle ne sera prise à l'encontre d'une compagnie, ce en réponse à une demande écrite d'éclaircissements quand la légalité d'une activité en relation avec les valeurs mobilières⁸⁴. La réponse de la SEC a été favorable aux ventes aux enchères avec des conditions à respecter qui sont les suivantes⁸⁵.

- Mettre à la disposition des investisseurs, sur le Web, un prospectus préliminaire.
- Les investisseurs fournissent des offres électroniques conditionnelles pour l'achat d'actions. Ces offres seront re-confirmés 48 heures après que le rapport d'enregistrement devient effectif.
- Le rapport d'enregistrement devra être amendé pour indiquer le nouveau prix d'émission fixé sur la base des offres reçus.

La levée de l'interdiction de la vente aux enchères comme mécanisme d'introduction en bourse permet ainsi à Google Inc. de lancer sa vente en toute légalité. Cependant, les modifications qu'elle a apportées peuvent poser un risque de poursuite.

La vente aux enchères modifiée de Google Inc.

Dans le cadre d'une vente d'actions aux enchères classique, la compagnie émettrice fixe le prix d'ouverture et le nombre d'actions à émettre. L'initiateur, investisseur individuel ordinaire, formule une offre publique portant sur l'achat des actions en fixant le prix le plus élevé dont il est disposé à payer. La compagnie procède à l'allocation des actions en commençant par l'investisseur qui offre le prix le plus élevé et ainsi de suite jusqu'à la vente de toutes les actions au prix plancher que la firme est prête à accepter. Cependant la vente aux enchères des actions de Google est différente. En fait, cette dernière a réduit le prix d'ouverture de son action et le nombre total d'actions à offrir qui ont été initialement fixé dans

⁸⁴ SEC Reg. & Law Rep. (2000). "No Action Letters - Registration of Securities: Wit Capital Wins Relief for Securities Auctions Via Internet System", 14 Août.

⁸⁵ Paul R. Carey (2000). "Technology, Capital markets and the digital divide", Speech by SEC commissioner: US SEC, 6 Décembre.

son prospectus. L'objectif annoncé était d'égaliser l'offre et la demande portant sur l'action.

Pour participer à la vente aux enchères modifiée de Google, tout investisseur individuel doit suivre la démarche suivante:

- 1- Ouvrir un compte "*Brokerage account*" auprès de l'un des courtiers qui souscrivent à l'émission. On cite entre autres, CSFB, E-trade, Ameritrade, Wachovia, Citigroup et UBS. Il est impossible de participer à la vente aux enchères pour ceux qui ne disposent pas de compte auprès de l'un de ces preneurs ferme;
- 2- Demander le prospectus d'émission;
- 3- Réclamer le numéro d'identification du courtier;
- 4- Faire une offre en fixant le prix et le nombre d'actions dont il est disposé à payer et ce, une fois la vente aux enchères est ouverte. Plus le prix offert par l'investisseur est élevé, plus il a de chance de voir son offre concluante.

Toutefois, l'adoption de ce processus non conventionnel a fait l'objet de nombreuses critiques et a rencontré plusieurs problèmes. Outre, le prix plancher assez élevé, qui désavantageait les petits investisseurs et met en doute l'objectif annoncé de les faire participer à l'achat d'actions, le manque de transparence notamment les informations non incluses dans le prospectus d'émission, avait tous mis les investisseurs potentiels dans la confusion. À ce propos, Wall Street Journal, du 10 Août 2004, note: "*The confusion comes amid a faltering market for IPOs and a troubled stock market, and it could curtail some enthusiasm for the online- search pioneer*"⁸⁶.

Également, ce processus d'émission s'est heurté à plusieurs problèmes juridiques. On cite les problèmes de Google Inc. avec la SEC pour violation de la période de discrétion "*quiet period*" et le risque potentiel de poursuites pénales à

⁸⁶- Zuckerman et Hennessey (2004). "Google leaves investors searching for clarity",. Wall Street Journal (Eastern edition). New York, N.Y. p. C.1

son rencontre. Ce après la publication d'une interview des fondateurs dans *playboy* un jour avant le début de la vente aux enchères. Cette période est imposée par la SEC aux dirigeants de toute compagnie s'appêtant à rentrer en bourse.

En dépit des critiques, plusieurs analystes ont considéré l'adoption de la vente aux enchères comme étant très avantageuse. D'ailleurs, avec le début de la vente d'actions, la demande était très importante et on n'a pas pu satisfaire toute la demande. Le taux de satisfaction des soumissionnaires s'élève à 75% des actions sollicitées. Mann, un pionnier de la vente aux enchères avec la célèbre WR Hambrecht investment bank, note: "*The lack of volatility in the immediate aftermarket validating the Dutch-auction process as a pricing system.*"⁸⁷

Malgré cette réussite, toute relative soit elle, nombreux sont les experts financiers qui ont rappelé que le *book building* reste préférable à la vente aux enchères. Ce point de vue va de soi avec ce qu'on affirme dans les papiers de Biais et Faugeron (2000)⁸⁸ et Sherman (2001)⁸⁹. Ces chercheurs ont prouvé que le *book building* n'est autre qu'une vente aux enchères dynamique assuré par des courtiers qui privilégient les investisseurs prêts à détenir l'action pour une longue période.

Les coûts associés à l'émission

Ayant analysé ces différents coûts, les dirigeants de Google inc. avaient décidé de recourir à une vente aux enchères à prix uniforme, au niveau de laquelle l'investisseur individuel est obligé de payer le prix qu'il a formulé qui est forcément supérieur ou égal au prix plancher qu'ils ont fixé. Selon leur analyse, cette façon de faire permet à Google inc. d'assurer une répartition plus large de ses actions et de les vendre à un prix proche du prix du marché. Ceci permet à priori de

⁸⁷ - "Did Google IPO Invalidate Dutch Auctions?", www.cfo.com, 23 Août 2004"

⁸⁸ Biais et Faugeron, (2000). "IPO Auctions: English, Dutch, French and Internet", Working Paper, Université de Toulouse.

⁸⁹ Sherman (2001) "Global Trends in IPO Methods: Book-Building versus Auctions", Working Paper, NotreDame University.

diminuer grandement la sous-évaluation initiale. La vente aux enchères a également permis de réduire les honoraires payés aux banques d'investissements dans la mesure où leur fonction se limite à la gestion de l'émission et à la mise en place d'un système électronique permettant la vente aux enchères des actions. Ces honoraires se sont élevés à 2.8% du produit de l'émission. D'ailleurs, pour protester contre la faiblesse de la commission de placement que la banque d'investissement Merrill Lynch avait décidé de se retirer de la gestion de cette émission.

3.5 L'évaluation de Google

Notre objectif de l'évaluation du cas sous étude est de savoir si le prix d'émission que Google Inc. avait finalement fixé reflète la vraie valeur de la firme ou qu'il a été délibérément sous évalué. La réponse à cette question nous permettra de juger de la pertinence du recours à la vente aux enchères modifiée comme mécanisme d'introduction en bourse.

Dans le cadre de notre démarche d'évaluation, on va se baser sur deux méthodes d'évaluation financière. La méthode d'actualisation des flux monétaires et la méthode d'évaluation par les multiples. Pour faire notre choix, étant donné le grand nombre de méthodes d'évaluation disponibles, on s'est basé sur des arguments théoriques et pratiques en faveur des deux méthodes retenues au regard des limites des autres méthodes dans le cas de Google. Il convient également de mentionner que l'unicité des méthodes est très contestable. En fait l'utilisation d'une méthode de vérification est d'usage pour valider les résultats obtenus par la méthode d'actualisation des flux monétaires.

La méthode d'actualisation des flux monétaires est considérée comme étant celle qui repose sur les fondements théoriques les plus rigoureux. Malgré que certains auteurs aient noté l'inefficience de cette méthode pour les firmes technologique étant donné que leurs flux ou la valeur terminale peuvent être négatifs, il reste que dans le cas de Google les revenus sont importants et que la marge d'opération est l'une des meilleures de l'industrie.

L'évaluation de Google se basant sur cette méthode d'actualisation des flux monétaires disponibles aux actionnaires permet de porter un jugement quant à une sous évaluation initiale présumée du titre. Ceci revient à juger le choix de la vente aux enchères comme mécanisme d'émission.

3.5.1 Méthode d'actualisation des flux monétaires disponibles

On a retenu la méthode des flux disponibles aux bailleurs de fonds (FCFF) sur une période de dix ans pour évaluer Google. Cette méthode consiste à évaluer la valeur des flux disponibles, actualisés au coût des fonds propres. Les données utilisées sont fonction des données de l'année de base qui est 2003 issus des États financiers (Voir Annexe 3)

- Quel est le taux d'actualisation correct?

Le taux d'actualisation qu'on retenu reflète le coût d'opportunité des bailleurs de fonds. En fait, ce coût représente le taux de rentabilité auquel un investisseur s'attend d'un autre investissement de même risque.

Dans la formule du calcul du coût du capital, on l'a calculé pour 2003 et elle s'établie à 2.83. Étant donné la bonne assise financière de Google, on a décidé de maintenir cette valeur stable pour 5 ans. De l'année 6 à 10, on s'est basée sur des données prévisionnelles pour l'industrie Internet.

Tableau 6: Calcul du coût du capital de Google Inc.

Cost of Capital Calculations											
Tax Rate	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%
Debt Ratio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,00%	2,50%	3,33%	10,00%
Beta	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,50	2,18	1,85	1,20
Cost of Equity	15,57%	15,57%	15,57%	15,57%	15,57%	15,57%	15,57%	14,27%	12,96%	11,66%	10,35%
Cost of Debt	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,20%	5,20%	5,19%	5,17%	5,13%
After-tax cost of debt	3,41%	3,41%	3,41%	3,41%	3,41%	3,41%	3,38%	3,38%	3,37%	3,36%	3,33%
Cost of Capital	15,57%	15,57%	15,57%	15,57%	15,57%	15,57%	14,05%	12,72%	11,38%	10,00%	8,47%

- Tax rate = taux d'imposition de Google
- Debt ratio = ratio d'endettement
- Cost of equity = coût des fonds propres
- Cost of debt = coût de la dette
- Cost of capital = coût du capital

- Sur quelle durée calculer les prévisions de cash-flows et quel est le taux de croissance des revenus?

Plusieurs études avec des conclusions concordantes soulignent que l'horizon de calcul devrait tenir compte du cycle de vie de l'industrie qui s'applique lui même pour la firme. Dans le secteur Internet, 10 à 15 ans sont en moyenne suffisant pour qu'une firme devienne mature. Étant données que le PAPE de Google survienne quelques années après son démarrage, un horizon de 10 ans a été choisie avec une forte croissance pour les 5 premières années.

Google Inc. apparaît comme un leader dans sa niche "champion" et elle détient des avantages compétitifs durables. C'est pourquoi son taux de croissance et par analogie le taux de croissance de ses revenus devrait croître au même taux des dernières années indexé par le taux de croissance de l'industrie Internet. L'objectif étant de prendre en compte le vrai potentiel de croissance de Google sans pour autant dissocier son taux de croissance de celui de son industrie.

La part de marché de Google dans 5 ans est estimée à 45% et dans 10 ans à 35%. Ainsi, on obtient un taux de croissance composé sur 5 ans égal à 55,29% et de l'ordre de 38,56% sur 10 ans.

Les taux de croissance annuels retenus sont les suivants;

Calcul du taux de croissance des revenus

Inputs

Revenues (année en cours)=	\$347 848,00
Taille du marché (année en cours)=	\$1 880 259,00
Taux de croissance du marché =	30%
Part du marché pour les 5 prochaines années =	45,00%
expected market share in 10 years =	35%

Outputs

Revenues prévisionnels (année 5)=	\$3 141 571,52
Taux de croissance prévisionnel, années 1-5 =	55,29%
Revenues prévisionnels (année 10) =	\$9 072 338,45
Taux de croissance prévisionnel, années 6-10 =	23,63%
Taux de croissance prévisionnel, années 1-10 =	38,56%

Année	Taux de croissance prévisionnel
1	72,00%
2	63,00%
3	55,00%
4	48,00%
5	41,00%
6	37,00%
7	32,00%
8	21,00%
9	17,00%
10	12,00%
Le taux composé	38,50%

On a corroboré le taux qu'on va utiliser avec celui calculé sur un horizon de 5 ans en se basant sur des données publiées par les analystes pour les champions en terme du taux de croissance à long terme et les de ceux qui enregistrent la piètre performance dans l'industrie Internet. Les données sont extraites de Yahoo Finance et a moyenne est égale à 30%.

Leaders in Long-Term Growth Rate (5 yr)	
<u>BAIDU.COM, INC. [BIDU]</u>	56.50%
<u>REDIFF.COM INDIA ADS [REDF]</u>	50.00%
<u>TUCOWS INC [TCX]</u>	50.00%
<u>MOVE INC [MOVE]</u>	42.50%
<u>THE KNOT INC [KNOT]</u>	42.50%
<u>APTIMUS INC [PTM]</u>	35.00%
<u>WEBSITE PROS, INC. [WSPI]</u>	32.50%
<u>CNET NETWORKS INC [CNET]</u>	30.00%
<u>BANKRATE INC [RATE]</u>	30.00%
Laggards in Long-Term Growth Rate (5 yr)	
<u>SABRE HLDGS CORP [TSG]</u>	10.00%
<u>EXPEDIA, INC. [EXPE]</u>	10.00%
<u>MIVA INC [MIVA]</u>	20.00%
<u>INFOSPACE INC [INSP]</u>	20.00%
<u>SOHU.COM INC [SOHU]</u>	20.00%
<u>LOOKSMART LTD [LOOK]</u>	20.00%
<u>ADAM INC [ADAM]</u>	22.50%
<u>TRAVELZOO INC [TZOO]</u>	22.50%
<u>YAHOO INC [YHOO]</u>	26.40%

Après l'année 10 "Terminal year", le taux de croissance des revenus devrait s'établir à 4%. Ce taux est le taux de croissance de la valeur terminale. Ce dernier n'est autre que le taux de croissance à long terme de l'économie Américaine. En fait, le taux de croissance des revenus d'une compagnie mature se situe selon les estimations des analyses tout près du taux de croissance de l'économie.

Une fois les taux sont définis, on procède au calcul du cash flow disponibles en se basant sur la formule suivante : (Tableau 7)

Revenues
* Operating Margin (marge d'opération)
= EBIT (Bénéfice d'exploitation)
- Taxes
= EBIT(1-t)
+ Depreciation (dépréciation)
- Capital Expenditures (dépenses en capital)
- Chg WC (variation du fonds de roulement)
= FCFF

Tableau 7: Calcul des Free Cash-Flow Disponibles

	Base	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal Year
Revenue Growth Rate		72,00%	63,00%	55,00%	48,00%	41,00%	37,00%	32,00%	21,00%	17,00%	12,00%	4%
Revenues	\$961 874	\$1 654 423	\$2 696 710	\$4 179 900	\$6 186 253	\$8 722 616	\$11 949 984	\$15 773 979	\$19 086 515	\$22 331 222	\$25 010 969	\$26 011 408
Operating Margin	55,00%	65,00%	63,00%	50,00%	47,00%	43,00%	37,00%	35,00%	32,00%	29,00%	25,40%	20,00%
EBIT	\$529 030	\$1 075 375	\$1 698 927	\$2 089 950	\$2 907 539	\$3 750 725	\$4 421 494	\$5 520 893	\$6 107 685	\$6 476 054	\$6 352 786	\$5 202 282
Taxes	\$185 161	\$376 381	\$594 625	\$731 483	\$1 017 639	\$1 312 754	\$1 547 523	\$1 932 312	\$2 137 690	\$2 266 619	\$2 223 475	\$1 820 799
EBIT(1-t)	\$343 870	\$698 994	\$1 104 303	\$1 358 468	\$1 889 900	\$2 437 971	\$2 873 971	\$3 588 580	\$3 969 995	\$4 209 435	\$4 129 311	\$3 381 483
+ Depreciation	\$43 850	\$64 898	\$91 506	\$125 363	\$165 480	\$200 231	\$234 270	\$262 382	\$272 877	\$283 792	\$295 144	\$306 950
- Capital Expenditure	\$176 800	\$320 000	\$894 067	\$1 267 420	\$1 710 371	\$2 153 230	\$2 719 343	\$3 206 858	\$2 823 530	\$2 782 217	\$2 358 549	\$1 178 666
- Chg WC	-\$6 250	\$20 776	\$31 269	\$44 496	\$60 191	\$76 091	\$96 821	\$114 720	\$99 376	\$97 341	\$80 392	\$30 013
FCFF	\$217 170	\$423 115	\$270 473	\$171 915	\$284 818	\$408 880	\$292 077	\$529 384	\$1 319 967	\$1 613 669	\$1 985 514	\$2 479 754
NOL	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Terminal Value												\$55 475 485

- Revenue growth rate = taux de croissance des revenus
- Operating margin = marge d'opération
- EBIT = bénéfice d'exploitation
- Depreciation = dépréciation des immobilisations
- Capital expenditures = dépenses en capital
- Ch WC = Variation du fonds de roulement
- FCFF = flux monétaires libres pour la firme
- Terminal value = valeur terminale

Après actualisation des cash-flows disponibles, on obtient la *Present Value* des FCFF et de la valeur terminale (Tableau 8). Ce montant sera ajusté pour obtenir la valeur de la firme.

Tableau 8: Actualisation des Free Cash-Flow Disponibles

Computed Variables (These are measures of how efficiently your firm is investing over time)												
Total Capital Invested	\$ 176 800,00	\$ 452 678	\$ 1 286 508	\$ 2 473 060	\$ 4 078 142	\$ 6 107 233	\$ 8 689 127	\$ 11 718 323	\$ 14 398 352	\$ 16 994 118	\$ 19 437 915	\$ 20 039 644
Reinvestment Rate	36,85%	39,47%	75,51%	87,34%	84,93%	83,23%	71,92%	69,09%	64,37%	54,95%	26,67%	26,67%
Increase in Revenue/Increase in Capital		2,51	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,11
Return on Capital		395,36%	243,95%	105,59%	76,42%	59,78%	47,06%	41,30%	33,79%	29,24%	24,30%	15,00%

- Total capital invested = capital investi total
- Reinvestment rate = taux de réinvestissement
- Return on capital = rendement sur capital

Present Value Calculations												
Cumulative WACC		1,15569974	1,335641899	1,543601	1,783939281	2,061698171	2,351330925	2,650472694	2,952131812	3,24742928	3,52248654	
Present Value of FCFF	\$ 366 112	\$ 202 504	\$ 111 373	\$ 159 657	\$ 198 322	\$ 124 218	\$ 199 732	\$ 447 123	\$ 496 907	\$ 563 668	\$ 615 948 956	
Present Value of Terminal Value												

- Cumulative WACC = coût moyen pondéré du capital
- Present value of FCFF = valeur actuelle des flux monétaires disponibles pour la firme
- Present value of terminal value = valeur actuelle de la valeur terminale

Ensuite la *Present Value* des FCFF et de la valeur terminale seront ajustées pour obtenir la valeur de la firme. Les ajustements sont les suivants :

The Valuation
PV of FCFF during high growth phase =
PV of Terminal Value =
Value of Operating Assets of the firm =
Value of Cash & Non-operating assets=
Value of Firm =
- Value of Outstanding Debt =
Value of Equity =
- Value of Equity Options =
Value of Equity in Common Stock =
Value of Equity per share =

Ce même montant sera divisé par le nombre d'actions en circulations nous donnera la valeur de l'action (Tableau 9)

Tableau 9: Calcul de la valeur de la firme et de l'action

The Valuation	
PV of FCFF during high growth phase =	\$ 2 881 239
PV of Terminal Value =	\$17 304 886
Value of Operating Assets of the firm =	\$20 186 125
Value of Cash & Non-operating assets =	\$ 231 796
Value of Firm =	\$20 417 921
- Value of Outstanding Debt =	\$ 186 000
Value of Equity =	\$20 231 921
- Value of Equity Options =	\$ 20 032
Value of Equity in Common Stock =	\$20 211 889
Value of Equity per share =	\$ 86,29

Summary Output											
Revenues	\$1 654 423	\$2 696 710	\$4 179 900	\$6 186 253	\$8 722 616	\$11 949 994	\$15 773 979	\$19 086 515	\$22 331 222	\$25 010 969	\$26 011 408
EBIT	\$1 075 375	\$1 698 927	\$2 089 950	\$2 907 539	\$3 750 725	\$4 421 494	\$5 520 893	\$6 107 685	\$6 476 054	\$6 352 786	\$5 202 282
EBIT(1-t)	\$698 994	\$1 104 303	\$1 358 468	\$1 889 900	\$2 437 971	\$2 873 971	\$3 588 580	\$3 969 995	\$4 209 435	\$4 129 311	\$3 381 483
- Reinvestment	\$275 878	\$833 829	\$1 186 552	\$1 605 082	\$2 029 091	\$2 581 894	\$3 059 196	\$2 650 028	\$2 595 766	\$2 143 797	\$901 729
FCFF	\$423 115	\$270 473	\$171 915	\$284 818	\$408 880	\$292 077	\$529 384	\$1 319 967	\$1 613 669	\$1 985 514	\$2 479 754

3.5.2 Méthode d'évaluation par les multiples

L'évaluation par les multiples considère que la valeur d'une firme proportionnellement à certains éléments fondamentaux. Dans l'industrie de high tech, on fait recours le plus souvent au multiple Price/Sale étant donné que les bénéfices peuvent être négatifs malgré que la firme dispose d'un important potentiel de croissance.

Cette évaluation relative nous permettra de juger la valeur trouvée à travers l'actualisation des cash-flows disponibles.

Évaluation Relative: Les outputs

Nombre d'années liées à l'utilisation du multiple = 10
 Ratio "Value to Sales" pour les "Specialty retailers"= 1,3

Revenues =	\$25 010 969
Valeur =	\$32 514 260
Coût du capital	1,6000
Valeur actuelle =	\$20 321 412
+ Cash & Securities =	\$ 231 796
- Dette courante=	\$ 186 000
- Equity options=	\$ 20 032
Valeur des fonds propres=	\$20 347 176
Valeur par action=	\$ 86,87

Année	Revenues	Coût du Capital Cumulé
1	\$ 1 654 423	15,00%
2	\$ 2 696 710	30,00%
3	\$ 4 179 900	45,00%
4	\$ 6 186 253	60,00%
5	\$ 8 722 616	75,00%
6	\$ 11 949 984	90,00%
7	\$ 15 773 979	105,00%
8	\$ 19 086 515	130,00%
9	\$ 22 331 222	145,00%
10	\$ 25 010 969	160,00%

Méthode d'actualisation des cash-flows :

Valeur / action (2003) = \$86.29

Méthode des multiples de ventes:

Valeur / action (2003) = \$86.87

Les deux valeurs sont pratiquement égales ce qui peut être interprété comme étant une évaluation relativement exhaustive de la compagnie étant donné nos hypothèses. En fait, le neuvième amendement, daté du 16 Août 2004 révisé à la baisse le prix d'émission. La nouvelle fourchette se situe alors entre 85-95\$. Notre évaluation se situe dans cette fourchette. Ainsi on peut dire que l'action Google n'a pas été sous évaluée.

3.6 Analyse des résultats et conclusion

Est-ce qu'il y a eu une sous-évaluation initiale des actions de Google?

A l'issue de la première journée de cotation, le prix de l'action Google a connu une hausse de l'ordre de 18%. Cette dernière a été expliquée différemment par les analystes. Une première explication considère que cette hausse traduit qu'il y a eu bel et bien une sous évaluation initiale provoquée par les dirigeants de la compagnie. Pour justifier ce point de vue, on avance comme argument la baisse du prix d'émission juste avant le début de la vente des actions. L'objectif, non annoncé, derrière cette baisse est de se prémunir contre d'éventuelles poursuites judiciaires après le PAPE surtout après l'enquête de la SEC sur les options sur actions non publiées dans le prospectus d'émission. Le résultat qu'on a trouvé (Prix de l'action égal à 86\$) laisse présager que les dirigeants de Google ont finalement décidé de vendre l'action à sa vraie valeur. On pourrait expliquer leur décision par la crainte de voir lors émission échouer surtout qu'on rapportait peu d'engouement au début pour le titre.

Un deuxième point de vue, partagé par plusieurs analystes, considère que l'augmentation du prix de l'action Google le premier jour de cotation est très faible si on la compare à d'autres compagnie technologiques ayant lancé un PAPE durant la même période. Ainsi l'adoption de la vente aux enchères a permis, selon ces analystes, de réduire la sous évaluation initiale. Ce étant donné que ce mécanisme d'émission permet d'établir une évaluation relativement précise du prix de l'action⁹⁰.

Un troisième point de vue considère qu'il y a eu une sous-évaluation intentionnelle. Elle est due à la baisse du prix d'émission, de 135\$ à 85\$, qui traduit la crainte des dirigeants de Google de ne pas pouvoir vendre la totalité des actions. Les résultats qu'on trouvé confirment qu'il y a eu plutôt une sur

⁹⁰ John Doukas et al (2005). "The tow faces of analyst coverage",.Financial Management.

évaluation intentionnelle et le prix d'émission finalement arrêté par Google est le juste prix de leur action.

4 Conclusion

La présente étude a permis de passer en revues les différents mécanismes d'introduction en bourse avec un focus particulier sur l'efficacité du mécanisme de la vente aux enchères tel qu'employé par Google. Cette diversité montre qu'il n'existe pas de consensus autour d'un mécanisme optimal. On a également présenté les modèles d'évaluation les plus utilisés dans un contexte de premières introductions et on a employé les plus appropriés pour l'évaluation de l'action de Google.

La méthode de vente aux enchères permet théoriquement l'obtention d'une évaluation précise de la compagnie émettrice. Son adoption comme mécanisme d'introduction en bourse a comme objectif premier la minimisation de la sous-évaluation initiale considérée comme étant de l'argent perdu par l'émetteur "*Money left on the table*". Toutefois on peut croire que cet objectif n'a pas été atteint par Google inc. surtout que l'augmentation du prix de l'action de l'ordre de 18% à l'issue du premier jour de cotation est plus élevée que la majeure partie des actions des compagnies recourant à un processus d'émission traditionnel "*book building*". Cependant, on ne partage pas cette analyse parce qu'il ne fallait pas oublier les conditions très restrictives quant à la participation à l'enchère a fait qu'un bon nombre d'investisseurs se précipitent sur le marché secondaire pour l'achat de l'action.

Déterminer si Google avait opté pour le meilleur mécanisme d'introduction reste quelque peu un travail théorique dans la mesure où il n'est pas évident de porter un jugement final sur une émission de cette ampleur et avec une importante controverse. Toute analyse reste ambiguë à ce stade de connaissances et les analyses restent majoritairement mitigés.

BIBLIOGRAPHIE

- Aggarwal et Rivoli (1990), "*Fads in the Initial Public Offering Market?*" *Financial Management*, Vol. 22, p. 42-53.
- Aggarwal et Conroy (2000). "Price discovery in IPOs and the role of the lead underwriter", *Journal of Finance*, Vol. 55, p. 2903-2922.
- Alexander P. Ljungqvist et al., (2004). "Hot markets investor sentiment, and IPO pricing", Working Paper.
- Anderson, S. (1997). "Valuing software using a discount cash flow approach", *Business Valuation Digest*, C.I.C.B.V, p. 57-30.
- Bartov, Mohanram, et Seethamraju (2002). "Valuation of Internet Stocks – An IPO Perspective", *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No 2.
- Basch Reva (2005). "The Saga as Google Goes Public: Doing Good and Doing Well", *Searcher*,
Vol. 13, Issue 1.
- Beatty, Riffe et Thompson (2000). "IPO Pricing with Accounting Information", Working paper, Southern Methodist University.
- Bennouri, M. et S. Falconieri, (2001). "Price vs. Quantity Discrimination in Optimal IPOs", Tinbergen Institute, Discussion Paper.
- Benveniste, L.M., et Spindt, P.A., (1989). "How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues", *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, p. 343-361.

-Benveniste, L., and Wilhelm, W. (1997), " Initial public offerings: Going by the book", *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 10, 98-108.

- Biais et Faugeron, (2000). "IPO Auctions: English, Dutch, French and Internet", Working Paper, Université de Toulouse.

-Biais, Faugeron et Crouzet (2002). " IPO auctions: English, Dutch,...French, and Internet", *Journal of financial intermediation*, Vol. 11, no. 1, p. 9-36.

-Birnstein et Wild (1999). "Financial Statement Analysis, Theory, Application and Interpretation", 5^{ème} édition, Irwin, marc Grow Hill. p. 342.

-Bohmer Betrice et al., "Do institutions receive favorable allocations in IPOs with better long run returns?", Working Paper, ssrn.com/abstract=350820.

-Brau, J., B. Francis, et N. Kohers (2003), "The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence", *Journal of Business*, Vol. 76, p. 583-612.

- CFO, (2004), "Did Google IPO Invalidate Dutch Auctions?", www.cfo.com, 23 Août 2004"

-Chemmanur, T. et P. Fulghieri (1999). "A Theory of the Going-Public Decision", *Review of Financial Studies*, Vol. 12, p. 249-279.

- Copeland, Koller et Murrin (1996). "Valuation: Measuring and managing the value of companies", 2^{ème} édition, New York, p. 154.

- Daily, Catherine M.,(2003) "IPO underpricing : A meta analysis and research synthesis", *Entrepreneurship: Theory and practice*, Mars 2003.

-Damodaran A. (1994). "Damodaran on valuation: (Chapitre 4) estimation of cash-flows". New York, John Wiley and Sons, p. 3 -26.

-Danielson, M., (1998). "A simple valuation model and growth expectations", Financial Analysts Journal, Juin 98, p. 50-57.

Dany Brisson (2006). "Combien vaut votre entreprise ?", 1p.
"http://www.acquization.biz/prod/static-experts-talk4-fr.html".

Derrien, Francois, et Kent L. Womack (2003). "Auctions vs. bookbuilding and the control of underpricing in hot IPO markets", Review of Financial Studies, Vol. 16, p. 31-61.

Form S-1 Registration Statement, "Google SEC filing", p. 5

-Francisco Bambi, Alistair Barr et Steve Gelsi (2004). "Behind the Google IPO: A Tale of Hubris and Greed", CBS Marketwatch,, 3 Septemb

- Google Inc. Registration Statement (Form S-1) "Amendment No.1, Supra note 53".

- Google Inc., Registration Statement Form S-1 (2004), "Amendment No.7", 13 Août.

- "Google Guys", Playboy, Septembre 2004.

- Google prospectus (2004). "Letter from the founders", p. 31, 18 Août .

- Google prospectus (2004). "Letter from the founders", p. 27, 18 Août.

- Hand, J (2000). "Profits, Losses and the Non-Linear Pricing of Internet Stocks", Working Paper, University of North Carolina at Chapel Hill.

- Hermalin, B., et Weisbach, M., (2003). "Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", Federal Reserve Bank New York, Econ. Pol. Rev. Vol. 9, p. 7-26.

- Institut Canadien des experts en évaluation des entreprises (2002). "Notes du cours: *Intermediate Business and Security Valuation*".
- International Herald Tribune, 29 Avril 2004
- Jensen, M.C. et Meckling, W.H. (1976). "Theory of the Firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of financial economics*, vol. 3, no. 10, p. 305-360.
- Jensen et Murphy (1990). "Performance pay and top management incentives", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, p. 225-264
- John Doukas et al (2005). "The two faces of analyst coverage", *Financial Management*.
- Joseph Nocera (2004). "Two cheers for the Google IPO", *Fortune*, New York, Vol. 150, Issue. 5, p. 42.
- Kim et Ritter (1999). "Valuing IPOs", *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, p. 409-437.
- Klein, A. (1996). "Can Investors Use the Prospectus to Price Initial Public Offerings", *The Journal of Financial Statement Analysis*, Printemps, p. 23-40.
- Knowledge@Wharton (2004). "Lessons from Google's IPO", [Réf. du 20 Octobre 2004], 4p. "<http://knowledge.wharton.upenn.edu>".
- Kutsuna et Smith (2004). "Why Does Book Building Drive Out Auction Methods of IPO Issuance? Evidence from Japan", *The Review of Financial Studies*, Vol. 17, Issue 4, p. 1129-1166.
- Lee, Yi-Tsung et al., (2002), "The performance of auctions in pricing IPO shares: New evidence", Working Paper.

Leland, H. et Pyle, D. (1977). "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, vol. 32, n°2.

Leleux, B., Paliard, R., (1995). "The Posted-Price Paradox: Evidence on the Flotation Mechanism Selection Process in France", working paper, INSEAD.

Ljungqvist, Jenkinson et Wilhelm (2003), "Global Integration of Primary Equity Markets: The Role of U.S. Banks and U.S. Investors", *Review of Financial Studies*, 16, 63-99.

Ljungqvist, Jenkinson, et Wilhelm (2000). "Has the introduction of bookbuilding increased the efficiency of international IPO's?", Working Paper, Oxford University.

Lohse Debra (2004). "SEC Delays Giving Final Approval to Google IPO", *San Jose Mercury News*, 18 Août.

Loughran et Ritter (1995). "The new issues puzzle", *The Journal of Finance*, Vol. 50, no 1, p. 23-51.

Mello and J. E. Parsons. (1998). "Going public and the ownership structure of the firm", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, p. 79-109.

Moody, Glyn et Doyle, Eric(2002). "Google leads the search", *Computer Weekly*, p. 25.

Myers, Stewart (1984). "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39, p. 575-592.

NYSE/NASD IPO Advisory Committee Report and Recommendations of a committee convened by the New York Stock Exchange, Inc. and NASD.

- Ofek et Richardson (2001). "Dotcom mania: The rise and fall of internet stock prices", NBER Working Paper no. 8630.
- Pagano, M., Panetta, F et Zingales, L. (1998). "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, Vol. 53, p. 27-64.
- Paul R. Carey (2000). "Technology, Capital markets and the digital divide", Speech by SEC commissioner: US SEC, 6 Décembre.
- Ritter J.R. (1998). "Initial Public Offering", *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, no. 1, Spring 1998, p. 5-30.
- Ritter, L. et Rydqvist, (1994), "Initial Public Offerings: International Insights", *Pacific-basin Finance journal*, Juin 1994.
- Ritter et Welch (2002). "A review of IPO activity, pricing, and allocations", *The Journal of Finance*, Vol. 57, n 4, p. 1795-1828.
- Robin Sidel et Kevin J. Delaney (2004). "For Hottest IPO in Years, Google Taps CSFB and Morgan Stanley", *Wall Street Journal*. (Eastern edition). New York, N.Y. p. A.1.
- SEC Reg. & Law Rep. (2000). "No Action Letters - Registration of Securities: Wit Capital Wins Relief for Securities Auctions Via Internet System", 14 Août.
- Sergey Brin et Lawrence Page (1998). "The anatomy of a large-scale hyper textual web search engine", Working Paper, Stanford University.
- Scott (1976). "A theory of optimal capital structure", *Bell Journal of Economics*, Vol. 7, p. 33-54.

- Sherman, A. et Titman, S. (2002). "Building the IPO order book: Underpricing and participation limits with costly information", *Journal of financial economics*, Vol. 65, p. 3 – 29.
- Sherman, Ann. (2000). "IPOs and Long Term Relationships: An Advantage of Book Building", *Review of Financial Studies*, Vol. 13, p. 697-714.
- Sherman (2001) "Global Trends in IPO Methods: Book-Building versus Auctions", Working Paper, NotreDame University.
- Shiller, R. (2000). "Irrational Exuberance". Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Standard & Poor's Equity Research Services (2004). "Google Pre-IPO Report", Juin. P. 55
- Subrahmanyam, A. et S. Titman (1999). "The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets", *Journal of Finance*, Vol. 54, p. 1045-1082.
- Teoh, S.H., I. Welch et T.J. Wong, 1998, Earning management and the underperformance of seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, 63-99.
- Tim Loughran et Jay R. Ritter (2002). "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?", *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, NO. 2.
- Thomson Venture Economics & National Venture Capital Association Report, 2004.
- Waters R. (2004). "Poor turnout mars Google's IPO democracy: The attempt to sell to private investors backfired and was damaged by the early departure of Merrill Lynch", *Financial Times*. London (UK). Août. p. 25.

- Welch, Ivo (1989). "Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public Offerings", *Journal of Finance*. Vol. 44, p. 421-449.
- White, Sondhi et Fried (1997). "The analysis and use of financial statements", 2^{ème} édition, N.Y., John Wiley et Sons.
- White Brenda (2004). "Valuing a company for an IPO", *Mortgage Banking*, Octobre.
- Yin, R.K. (2003). "Case Study Research: Design and Methods", *Applied Social Research methods Series*, Édition Sage Publications, 3e édition, 179 pages.
- Zingales, L. (1995). "Insider ownership and the decision to go public", *Review of Economic Studies*, Vol. 62, no.3, p.425-48.
- Zuckerman et Hennessey (2004). "Google leaves investors searching for clarity", *Wall Street Journal (Eastern edition)*. New York, N.Y. p. C.1

ANNEXES

Annexe 1: Le fonctionnement de l'Open IPO

Exemple:

IronBit.com offers 1 million shares at a projected price range of \$8–\$13. Mr. Smith wants IronBit.com shares, so he bids for 300 shares at \$12 per share.

After collecting all bids, WR Hambrecht + Co conducts the OpenIPO auction. Working from the highest bid toward the lowest, the auction finds that at \$12, 1 million IronBit.com shares are bid for. So \$12 becomes the “clearing price” because investors wanted at least 1 million shares at \$12. This amount also represents the maximum public offering price for IronBit.com shares. So Mr. Smith receives shares of IronBit.com – but how many?

Because investors wanted exactly 1 million shares at \$12, everyone bidding at least \$12 receives the number of shares they bid for, as follows:

At an offering price of...	IronBit.com received bids at or above the offering price for...	And successful bidders receive...	So, of the 300 shares Mr. Smith bid for, he receives...
\$12/share	1 million shares	100% of their bid	300 shares

If the number of shares bid for exceeds the number of shares in the offering, WR Hambrecht + Co allocates on a pro-rata basis. Under these circumstances, allocations will be rounded to multiples of 100 or 1,000 shares, depending on the size of the bid.

If IronBit.com chooses to reduce the offering price below the clearing price, the following would happen:

At an offering price of...	IronBit.com received bids at or above the offering price for...	And successful bidders receive approximately...	So, of the 300 shares Mr. Smith bid for, he likely receives...
\$11/share	1.25 million shares	80% of their bid (1 million ÷ 1.25 million = 0.80)	200 shares
\$10/share	1.50 million shares	67% of their bid	100 shares
\$9/share	1.75 million shares	57% of their bid	100 shares
\$8/share	2 million shares	50% of their bid	100 shares

Source: <http://www.wrhambrecht.com/ind/auctions/openipo/prorata.html>

Annexe 2:**MANAGEMENT**
Executive Officers and Directors

Our executive officers and directors, and their ages and positions are as follows:

Name	Position
Eric Schmidt	Chairman of the Executive Committee, Chief Executive Officer and Director
Sergey Brin	President of Technology, Assistant Secretary and Director
Larry Page	President of Products, Assistant Secretary and Director
Omid Kordestani	Senior Vice President of Worldwide Sales and Field Operations
Wayne Rosing	Vice President of Engineering
David C. Drummond	Vice President of Corporate Development, Secretary and General Counsel
George Reyes	Vice President and Chief Financial Officer
Jonathan J. Rosenberg	Vice President of Product Management
Shona L. Brown	Vice President of Business Operations

L. John Doerr	Director
John L. Hennessy	Director
Arthur D. Levinson	Director
Michael Moritz	Director
Paul S. Otellini	Director
K. Ram Shriram	Director

Eric Schmidt has served as our Chief Executive Officer since July 2001 and served as Chairman of our board of directors from March 2001 to April 2004. In April 2004, Eric was named Chairman of the Executive Committee of our board of directors. Prior to joining us, from April 1997 to November 2001, Eric served as Chairman of the board of Novell, a computer networking company, and, from April 1997 to July 2001, as the Chief Executive Officer of Novell. From 1983 until March 1997, Eric held various positions at Sun Microsystems, a supplier of network computing solutions, including Chief Technology Officer from February 1994 to March 1997 and President of Sun Technology Enterprises from February 1991 until February 1994. Eric is also a director of Siebel Systems. Eric has a Bachelor of Science degree in electrical engineering from Princeton University, and a Master's degree and Ph.D. in computer science from the University of California, Berkeley.

Sergey Brin, one of our founders, has served as a member of our board of directors since our inception in September 1998 and as our President of Technology since July 2001. From September 1998 to July 2001, Sergey served as our President. Sergey holds a Master's degree in computer science from Stanford University, a Bachelor of Science degree with high honors in mathematics and computer science from the University of Maryland at College

Park and is currently on leave from the Ph.D. program in computer science at Stanford University.

Larry Page, one of our founders, has served as a member of our board of directors since our inception in September 1998 and as our President of Products since July 2001. From September 1998 to July 2001, Larry served as our Chief Executive Officer and from September 1998 to July 2002 as our Chief Financial Officer. Larry holds a Master's degree in computer science from Stanford University and a Bachelor of Science degree in computer engineering from the University of Michigan and is currently on leave from the Ph.D. program in computer science at Stanford University.

Source: FORM S-1, REGISTRATION STATEMENT, Under The Securities Act of 1933 - GOOGLE INC.

Annexe 3:

Summary Consolidated Financial Data

The following table summarizes financial data regarding our business and should be read together with "Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations" and our consolidated financial statements and the related notes included elsewhere in this prospectus.

	Year Ended December 31,					Six Months Ended June 30,	
	1999	2000	2001	2002	2003	2003	2004
	(in thousands, except per share data)					(unaudited)	
Consolidated Statements of Operations Data:							
Revenues	\$ 220	\$ 19,108	\$ 86,426	\$ 439,508	\$ 1,465,934	\$ 559,817	\$ 1,351,835
Costs and expenses:							
Cost of revenues	908	6,081	14,228	131,510	625,854	204,596	641,775
Research and development	2,930	10,516	16,500	31,748	91,228	29,997	80,781
Sales and marketing	1,677	10,385	20,076	43,849	120,328	42,589	104,681
General and administrative	1,221	4,357	12,275	24,300	56,699	22,562	47,083
Stock-based compensation	—	2,506	12,383	21,635	229,361	70,583	151,234
Total costs and expenses	6,736	33,845	75,462	253,042	1,123,470	370,327	1,025,554
Income (loss) from operations	(6,516)	(14,737)	10,964	186,466	342,464	189,490	326,281
Interest income (expense) and other, net	440	47	(896)	(1,551)	4,190	719	(1,198)
Income (loss) before income taxes	(6,076)	(14,690)	10,068	184,915	346,654	190,209	325,083
Provision for income taxes	—	—	3,083	85,259	241,006	132,241	182,047
Net income (loss)	<u>\$(6,076)</u>	<u>\$(14,690)</u>	<u>\$ 6,985</u>	<u>\$ 99,656</u>	<u>\$ 105,648</u>	<u>\$ 57,968</u>	<u>\$ 143,036</u>
Net income (loss) per share:							
Basic	\$ (0.14)	\$ (0.22)	\$ 0.07	\$ 0.86	\$ 0.77	\$ 0.44	\$ 0.93
Diluted	\$ (0.14)	\$ (0.22)	\$ 0.04	\$ 0.45	\$ 0.41	\$ 0.23	\$ 0.54
Number of shares used in per share calculations:							
Basic	42,445	67,032	94,523	115,242	137,697	131,525	153,263
Diluted	42,445	67,032	186,776	220,633	256,638	253,024	265,223

The following table presents a summary of our balance sheet data at June 30, 2004:

- On an actual basis.
- On a pro forma as adjusted basis to give effect to the conversion of all outstanding shares of our preferred stock into shares of Class B common stock prior to the closing of this offering and to further give effect to the sale by us of shares of our Class A common stock at our initial public offering price of \$ 85.00 per share, and the receipt of the net proceeds from this offering, after deducting underwriting discounts and commissions and estimated offering expenses payable by us, as set forth under "Use of Proceeds" and "Cash and Capitalization."

	At June 30, 2004	
	Actual	Pro Forma as Adjusted
	(in thousands) (unaudited)	
Consolidated Balance Sheet Data:		
Cash, cash equivalents and short-term investments	\$ 548,687	\$ 1,712,255
Total assets	1,328,022	2,491,590
Total long-term liabilities	58,766	58,766
Deferred stock-based compensation	(352,815)	(352,815)
Total stockholders' equity	1,016,999	2,180,567

Source: REGISTRATION STATEMENT, Under The Securities Act of 1933 -
GOOGLE Inc.

Income Statement

	1999	2000	2001	Q1 '02	Q2 '02	Q3 '02	Q4 '02	2002	Q1 '03	Q2 '03	Q3 '03	Q4 '03	2003
Gross Revenues				42 285	78 525	130 787	187 911	439 508	248 618	311 199	393 942	512 175	1 465 934
traffic acquisition costs				411	11 617	28 253	51 379	91 660	69 724	93 819	136 339	204 178	504 060
Net Revenues	220	19 108	86 426	41 874	66 908	102 534	136 532	347 848	178 894	217 380	257 603	307 997	961 874
Costs and expenses:													
Cost of revenues	908	6 081	14 228	5 692	20 407	39 622	65 789	131 510	87 195	117 401	170 390	250 868	625 854
Research and development	2 930	10 516	16 500	6 183	6 457	9 053	10 055	31 748	12 505	17 492	32 774	28 457	91 228
Sales and marketing	1 677	10 385	20 076	7 294	11 176	11 704	13 675	43 849	17 767	24 822	36 575	41 164	120 328
General and administrative	1 221	4 357	12 275	4 135	5 653	7 313	7 199	24 300	10 027	12 535	13 853	20 284	56 699
Stock-based compensation		2 506	12 383	3 774	3 735	6 182	7 944	21 635	36 418	34 165	73 794	84 984	229 361
Total costs and expenses	6 736	33 845	75 462	27 078	47 428	73 874	104 662	253 042	163 912	206 415	327 386	425 757	1 123 470
Operating Income	(6 516)	(14 737)	10 964	15 207	31 097	56 913	83 249	186 466	84 706	104 784	66 556	86 418	342 464
operating margin - net				36,3%	46,5%	55,5%	61,0%	53,6%	47,3%	48,2%	25,8%	28,1%	35,6%
Interest income, expense & other, net	440	47	(896)	(501)	(310)	(677)	(63)	(1 551)	(47)	766	464	3 007	4 190
Income before income taxes	(6 076)	(14 690)	10 068	14 706	30 787	56 236	83 186	184 915	84 659	105 550	67 020	89 425	346 654
Provision for income taxes	-	-	3 083	6 780	14 194	25 929	38 356	85 259	58 859	73 382	46 594	62 171	241 006
tax rate	0%	0%	30,6%	46,1%	46,1%	46,1%	46,1%	46,1%	69,5%	69,5%	69,5%	69,5%	69,5%
Net income	(6 076)	(14 690)	6 985	7 926	16 593	30 307	44 830	99 656	25 800	32 168	20 426	27 254	105 648
net income per share:													
Basic	\$ (0,14)	\$ (0,22)	\$ 0,07	\$ 0,07	\$ 0,15	\$ 0,26	\$ 0,37	\$ 0,86	\$ 0,20	\$ 0,24	\$ 0,14	\$ 0,19	\$ 0,77
Diluted	\$ (0,14)	\$ (0,22)	\$ 0,04	\$ 0,04	\$ 0,08	\$ 0,13	\$ 0,19	\$ 0,10	\$ 0,10	\$ 0,12	\$ 0,08	\$ 0,10	\$ 0,41
Share Count	42 445	67 032	94 523					115 242	127 339				137 697
Diluted Share Count	42 445	67 032	186 776					220 633	248 687				256 638

Balance Sheet

	2002	2003
Assets		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	57 752	148 995
Short-term investments	88 579	185 723
Cash, cash equivalents and short-term investments	146 331	334 718
Accounts receivable, net of allowance of 2,297, 4,670 and 5,611	61 994	154 690
Deferred income taxes	12 646	22 105
Prepaid revenue share, expenses and other assets	10 825	48 721
Total current assets	231 796	560 234
Information technology assets	78 764	204 417
Furniture and fixtures	1 835	6 803
Leasehold improvements	908	7 677
Construction in process	5 379	42 940
total	86 886	261 837
Less accumulated depreciation and amortization	33 013	73 582
Property and equipment, net	53 873	188 255
Goodwill		87 442
Intangible assets, net	96	18 114
Prepaid revenue share, expenses and other assets, non-current	1 127	17 413
Total assets	286 892	871 458
Liabilities, Redeemable Convertible Preferred Stock Warrant and Stockholders'Equity		
Current liabilities:		
Accounts payable	9 394	46 175
Accrued compensation and benefits	14 528	33 522
Accrued expenses and other current liabilities	10 810	26 411
Accrued revenue share	13 100	88 672
Deferred revenue	11 345	15 346
Income taxes payable	25 981	20 705
Current portion of equipment leases	4 350	4 621
Total current liabilities	89 508	235 452
Long-term portion of equipment leases	6 512	1 988
Deferred revenue, long-term	1 901	5 014
Liability for stock options exercised early, long-term	567	6 341
Deferred income taxes	580	18 510
Other long-term liabilities		1 512
Commitments and contingencies		
Redeemable convertible preferred stock warrant	13 871	13 871
Deferred stock-based compensation		
Total stockholders' equity	173 953	588 770
Total liabilities, redeemable convertible preferred stock warrant and stockholders' equity	286 892	871 458

Annexe 4:**LETTER FROM THE FOUNDERS
"AN OWNER'S MANUAL" FOR GOOGLE'S SHAREHOLDERS****INTRODUCTION**

Google is not a conventional company. We do not intend to become one. Throughout Google's evolution as a privately held company, we have managed Google differently. We have also emphasized an atmosphere of creativity and challenge, which has helped us provide unbiased, accurate and free access to information for those who rely on us around the world. Now the time has come for the company to move to public ownership. This change will bring important benefits for our employees, for our present and future shareholders, for our customers, and most of all for Google users. But the standard structure of public ownership may jeopardize the independence and focused objectivity that have been most important in Google's past success and that we consider most fundamental for its future. Therefore, we have implemented a corporate structure that is designed to protect Google's ability to innovate and retain its most distinctive characteristics. We are confident that, in the long run, this will benefit Google and its shareholders, old and new. We want to clearly explain our plans and the reasoning and values behind them. We are delighted you are considering an investment in Google and are reading this letter. Sergey and I intend to write you a letter like this one every year in our annual report. We'll take turns writing the letter so you'll hear directly from each of us. We ask that you read this letter in conjunction with the rest of this prospectus.

SERVING END USERS

Sergey and I founded Google because we believed we could provide an important service to the world— instantly delivering relevant information on virtually any topic. Serving our end users is at the heart of what we do and remains our number one priority. Our goal is to develop services that significantly improve the lives of as many people as possible. In pursuing this goal, we may do things that

we believe have a positive impact on the world, even if the near term financial returns are not obvious. For example, we make our services as widely available as we can by supporting over 90 languages and by providing most services for free. Advertising is our principal source of revenue, and the ads we provide are relevant and useful rather than intrusive and annoying. We strive to provide users with great commercial information. We are proud of the products we have built, and we hope that those we create in the future will have an even greater positive impact on the world.

LONG TERM FOCUS

As a private company, we have concentrated on the long term, and this has served us well. As a public company, we will do the same. In our opinion, outside pressures too often tempt companies to sacrifice long term opportunities to meet quarterly market expectations. Sometimes this pressure has caused companies to manipulate financial results in order to “make their quarter.” In Warren Buffett’s words, “We won’t ‘smooth’ quarterly or annual results: If earnings figures are lumpy when they reach headquarters, they will be lumpy when they reach you.” If opportunities arise that might cause us to sacrifice short term results but are in the best long term interest of our shareholders, we will take those opportunities. We will have the fortitude to do this. We would request that our shareholders take the long term view.

You might ask how long is long term? Usually we expect projects to have some realized benefit or progress within a year or two. But, we are trying to look forward as far as we can. Despite the quickly changing business and technology landscape, we try to look at three to five year scenarios in order to decide what to do now. We try to optimize total benefit over these multi-year scenarios. While we are strong advocates of this strategy, it is difficult to make good multi-year predictions in technology. Many companies are under pressure to keep their earnings in line with analysts’ forecasts. Therefore, they often accept smaller, predictable earnings rather than larger and less predictable returns. Sergey and I feel this is harmful, and we intend to steer in the opposite direction. Google has

had adequate cash to fund our business and has generated additional cash through operations. This gives us the flexibility to weather costs, benefit from opportunities and optimize our long term earnings. For example, in our ads system we make many improvements that affect revenue in both directions. These are in areas like end user relevance and satisfaction, advertiser satisfaction, partner needs and targeting technology. We release improvements immediately rather than delaying them, even though delay might give "smoother" financial results. You have our commitment to execute quickly to achieve long term value rather than making the quarters more predictable.

Our long term focus does have risks. Markets may have trouble evaluating long term value, thus potentially reducing the value of our company. Our long term focus may simply be the wrong business strategy. Competitors may be rewarded for short term tactics and grow stronger as a result. As potential investors, you should consider the risks around our long term focus.

We will make business decisions with the long term welfare of our company and shareholders in mind and not based on accounting considerations.

Although we may discuss long term trends in our business, we do not plan to give earnings guidance in the traditional sense. We are not able to predict our business within a narrow range for each quarter. We recognize that our duty is to advance our shareholders' interests, and we believe that artificially creating short term target numbers serves our shareholders poorly. We would prefer not to be asked to make such predictions, and if asked we will respectfully decline. A management team distracted by a series of short term targets is as pointless as a dieter stepping on a scale every half hour.

RISK VS REWARD IN THE LONG RUN

Our business environment changes rapidly and needs long term investment. We will not hesitate to place major bets on promising new opportunities.

We will not shy away from high-risk, high-reward projects because of short term earnings pressure. Some of our past bets have gone extraordinarily well, and others have not. Because we recognize the pursuit of such projects as the key to our long term success, we will continue to seek them out. For example, we would fund projects that have a 10% chance of earning a billion dollars over the long term. Do not be surprised if we place smaller bets in areas that seem very speculative or even strange when compared to our current businesses. Although we cannot quantify the specific level of risk we will undertake, as the ratio of reward to risk increases, we will accept projects further outside our current businesses, especially when the initial investment is small relative to the level of investment in our current businesses.

We encourage our employees, in addition to their regular projects, to spend 20% of their time working on what they think will most benefit Google. This empowers them to be more creative and innovative. Many of our significant advances have happened in this manner. For example, AdSense for content and Google News were both prototyped in "20% time." Most risky projects fizzle, often teaching us something. Others succeed and become attractive businesses.

As we seek to maximize value in the long term, we may have quarter-to-quarter volatility as we realize losses on some new projects and gains on others. We would love to better quantify our level of risk and reward for you going forward, but that is very difficult. Even though we are excited about risky projects, we expect to devote the vast majority of our resources to improvements to our main businesses (currently search and advertising). Most employees naturally gravitate toward incremental improvements in core areas so this tends to happen naturally.

EXECUTIVE ROLES

We run Google as a triumvirate. Sergey and I have worked closely together for the last eight years, five at Google. Eric, our CEO, joined Google three years ago. The three of us run the company collaboratively with Sergey and me as

Presidents. The structure is unconventional, but we have worked successfully in this way.

To facilitate timely decisions, Eric, Sergey and I meet daily to update each other on the business and to focus our collaborative thinking on the most important and immediate issues. Decisions are often made by one of us, with the others being briefed later. This works because we have tremendous trust and respect for each other and we generally think alike. Because of our intense long term working relationship, we can often predict differences of opinion among the three of us. We know that when we disagree, the correct decision is far from obvious. For important decisions, we discuss the issue with a larger team appropriate to the task. Differences are resolved through discussion and analysis and by reaching consensus. Eric, Sergey and I run the company without any significant internal conflict, but with healthy debate. As different topics come up, we often delegate decision making responsibility to one of us.

We hired Eric as a more experienced complement to Sergey and me to help us run the business. Eric was CTO of Sun Microsystems. He was also CEO of Novell and has a Ph.D. in computer science, a very unusual and important combination for Google given our scientific and technical culture. This partnership among the three of us has worked very well and we expect it to continue. The shared judgments and extra energy available from all three of us has significantly benefited Google.

Eric has the legal responsibilities of the CEO and focuses on management of our vice presidents and the sales organization. Sergey focuses on engineering and business deals. I focus on engineering and product management. All three of us devote considerable time to overall management of the company and other fluctuating needs. We also have a distinguished board of directors to oversee the management of Google. We have a talented executive staff that manages day-to-day operations in areas such as finance, sales, engineering, human resources, public relations, legal and product management. We are extremely fortunate to

have talented management that has grown the company to where it is today—they operate the company and deserve the credit.

CORPORATE STRUCTURE

We are creating a corporate structure that is designed for stability over long time horizons. By investing in Google, you are placing an unusual long term bet on the team, especially Sergey and me, and on our innovative approach.

We want Google to become an important and significant institution. That takes time, stability and independence. We bridge the media and technology industries, both of which have experienced considerable consolidation and attempted hostile takeovers.

In the transition to public ownership, we have set up a corporate structure that will make it harder for outside parties to take over or influence Google. This structure will also make it easier for our management team to follow the long term, innovative approach emphasized earlier. This structure, called a dual class voting structure, is described elsewhere in this prospectus. The Class A common stock we are offering has one vote per share, while the Class B common stock held by many current shareholders has 10 votes per share.

The main effect of this structure is likely to leave our team, especially Sergey and me, with increasingly significant control over the company's decisions and fate, as Google shares change hands. After the IPO, Sergey, Eric and I will control 37.6% of the voting power of Google, and the executive management team and directors as a group will control 61.4% of the voting power. New investors will fully share in Google's long term economic future but will have little ability to influence its strategic decisions through their voting rights.

While this structure is unusual for technology companies, similar structures are common in the media business and has had a profound importance there. The New York Times Company, The Washington Post Company and Dow Jones, the

publisher of The Wall Street Journal, all have similar dual class ownership structures. Media observers have pointed out that dual class ownership has allowed these companies to concentrate on their core, long term interest in serious news coverage, despite fluctuations in quarterly results. Berkshire Hathaway has implemented a dual class structure for similar reasons. From the point of view of long term success in advancing a company's core values, we believe this structure has clearly been an advantage.

Some academic studies have shown that from a purely economic point of view, dual class structures have not harmed the share price of companies. Other studies have concluded that dual class structures have negatively affected share prices, and we cannot assure you that this will not be the case with Google. The shares of each of our classes have identical economic rights and differ only as to voting rights.

Google has prospered as a private company. We believe a dual class voting structure will enable Google, as a public company, to retain many of the positive aspects of being private. We understand some investors do not favor dual class structures. Some may believe that our dual class structure will give us the ability to take actions that benefit us, but not Google's shareholders as a whole. We have considered this point of view carefully, and we and the board have not made our decision lightly. We are convinced that everyone associated with Google—including new investors—will benefit from this structure. However, you should be aware that Google and its shareholders may not realize these intended benefits.

In addition, we have recently expanded our board of directors to include three additional members. John Hennessy is the President of Stanford and has a Doctoral degree in computer science. Art Levinson is CEO of Genentech and has a Ph.D. in biochemistry. Paul Otellini is President and COO of Intel. We could not be more excited about the caliber and experience of these directors.

We believe we have a world class management team impassioned by Google's mission and responsible for Google's success. We believe the stability afforded

by the dual class structure will enable us to retain our unique culture and continue to attract and retain talented people who are Google's life blood. Our colleagues will be able to trust that they themselves and their labors of hard work, love and creativity will be well cared for by a company focused on stability and the long term.

As an investor, you are placing a potentially risky long term bet on the team, especially Sergey and me. The two of us, Eric and the rest of the management team recognize that our individual and collective interests are deeply aligned with those of the new investors who choose to support Google. Sergey and I are committed to Google for the long term. The broader Google team has also demonstrated an extraordinary commitment to our long term success. With continued hard work and good fortune, this commitment will last and flourish.

When Sergey and I founded Google, we hoped, but did not expect, it would reach its current size and influence. Our intense and enduring interest was to objectively help people find information efficiently. We also believed that searching and organizing all the world's information was an unusually important task that should be carried out by a company that is trustworthy and interested in the public good. We believe a well functioning society should have abundant, free and unbiased access to high quality information. Google therefore has a responsibility to the world. The dual class structure helps ensure that this responsibility is met. We believe that fulfilling this responsibility will deliver increased value to our shareholders.

IPO PRICING AND ALLOCATION

It is important to us to have a fair process for our IPO that is inclusive of both small and large investors. It is also crucial that we achieve a good outcome for Google and its current shareholders. This has led us to pursue an auction-based IPO for our entire offering. Our goal is to have a share price that reflects an efficient market valuation of Google that moves rationally based on changes in

our business and the stock market. (The auction process is discussed in more detail elsewhere in this prospectus.)

Many companies going public have suffered from unreasonable speculation, small initial share float, and stock price volatility that hurt them and their investors in the long run. We believe that our auction-based IPO will minimize these problems, though there is no guarantee that it will.

An auction is an unusual process for an IPO in the United States. Our experience with auction based advertising systems has been helpful in the auction design process for the IPO. As in the stock market, if people bid for more shares than are available and bid at high prices, the IPO price will be higher. Of course, the IPO price will be lower if there are not enough bidders or if people bid lower prices. This is a simplification, but it captures the basic issues. Our goal is to have the price of our shares at the IPO and in the aftermarket reflect an efficient market price—in other words, a price set by rational and informed buyers and sellers. We seek to achieve a relatively stable price in the days following the IPO and that buyers and sellers receive an efficient market price at the IPO. We will try to achieve this outcome, but of course may not be successful. Our goal of achieving a relatively stable market price may result in Google determining with our underwriters to set the initial public offering price below the auction clearing price.

We are working to create a sufficient supply of shares to meet investor demand at IPO time and after. We are encouraging current shareholders to consider selling some of their shares as part of the offering. These shares will supplement the shares the company sells to provide more supply for investors and hopefully provide a more stable price. Sergey and I, among others, are currently planning to sell a fraction of our shares in the IPO. The more shares current shareholders sell, the more likely it is that they believe the price is not unfairly low. The supply of shares available will likely have an effect on the clearing price of the auction. Since the number of shares being sold is likely to be larger at a high price and smaller at a lower price, investors will likely want to consider the scope of current

shareholder participation in the IPO. We may communicate from time to time that we are sellers rather than buyers at certain prices.

While we have designed our IPO to be inclusive for both small and large investors, for a variety of reasons described in "Auction Process" not all interested investors will be able to receive an allocation of shares in our IPO.

We would like you to invest for the long term, and you should not expect to sell Google shares for a profit shortly after Google's IPO. We encourage investors not to invest in Google at IPO or for some time after, if they believe the price is not sustainable over the long term. Even in the long term, the trading price of Google's stock may decline.

We intend to take steps to help ensure shareholders are well informed. We encourage you to read this prospectus, especially the Risk Factors section. We think that short term speculation without paying attention to price is likely to lose you money, especially with our auction structure. In particular, we caution you that investing in Google through our auction could be followed by a significant decline in the value of your investment after the IPO.

GOOGLERS

Our employees, who have named themselves Googlers, are everything. Google is organized around the ability to attract and leverage the talent of exceptional technologists and business people. We have been lucky to recruit many creative, principled and hard working stars. We hope to recruit many more in the future. We will reward and treat them well.

We provide many unusual benefits for our employees, including meals free of charge, doctors and washing machines. We are careful to consider the long term advantages to the company of these benefits. Expect us to add benefits rather than pare them down over time. We believe it is easy to be penny wise and pound

foolish with respect to benefits that can save employees considerable time and improve their health and productivity.

The significant employee ownership of Google has made us what we are today. Because of our employee talent, Google is doing exciting work in nearly every area of computer science. We are in a very competitive industry where the quality of our product is paramount. Talented people are attracted to Google because we empower them to change the world; Google has large computational resources and distribution that enables individuals to make a difference. Our main benefit is a workplace with important projects, where employees can contribute and grow. We are focused on providing an environment where talented, hard working people are rewarded for their contributions to Google and for making the world a better place.

DON'T BE EVIL

Don't be evil. We believe strongly that in the long term, we will be better served—as shareholders and in all other ways—by a company that does good things for the world even if we forgo some short term gains. This is an important aspect of our culture and is broadly shared within the company.

Google users trust our systems to help them with important decisions: medical, financial and many others. Our search results are the best we know how to produce. They are unbiased and objective, and we do not accept payment for them or for inclusion or more frequent updating. We also display advertising, which we work hard to make relevant, and we label it clearly. This is similar to a well-run newspaper, where the advertisements are clear and the articles are not influenced by the advertisers' payments. We believe it is important for everyone to have access to the best information and research, not only to the information people pay for you to see.

MAKING THE WORLD A BETTER PLACE

We aspire to make Google an institution that makes the world a better place. In pursuing this goal, we will always be mindful of our responsibilities to our shareholders, employees, customers and business partners. With our products, Google connects people and information all around the world for free. We are adding other powerful services such as Gmail, which provides an efficient one gigabyte Gmail account for free. We know that some people have raised privacy concerns, primarily over Gmail's targeted ads, which could lead to negative perceptions about Google. However, we believe Gmail protects a user's privacy. By releasing services, such as Gmail, for free, we hope to help bridge the digital divide. AdWords connects users and advertisers efficiently, helping both. AdSense helps fund a huge variety of online web sites and enables authors who could not otherwise publish. Last year we created Google Grants—a growing program in which hundreds of non-profits addressing issues, including the environment, poverty and human rights, receive free advertising. And now, we are in the process of establishing the Google Foundation. We intend to contribute significant resources to the foundation, including employee time and approximately 1% of Google's equity and profits in some form. We hope someday this institution may eclipse Google itself in terms of overall world impact by ambitiously applying innovation and significant resources to the largest of the world's problems.

SUMMARY AND CONCLUSION

Google is not a conventional company. Eric, Sergey and I intend to operate Google differently, applying the values it has developed as a private company to its future as a public company. Our mission and business description are available in the rest of this prospectus; we encourage you to carefully read this information. We will optimize for the long term rather than trying to produce smooth earnings for each quarter. We will support selected high-risk, high-reward projects and manage our portfolio of projects. We will run the company collaboratively with Eric, our CEO, as a team of three. We are conscious of our duty as fiduciaries for our shareholders, and we will fulfill those responsibilities. We will continue to strive to attract creative, committed new employees, and we

will welcome support from new shareholders. We will live up to our "don't be evil" principle by keeping user trust and not accepting payment for search results. We have a dual class structure that is biased toward stability and independence and that requires investors to bet on the team, especially Sergey and me.

In this letter we have talked about our IPO auction method and our desire for stability and access for all investors. We have discussed our goal to have investors who invest for the long term. Finally, we have discussed our desire to create an ideal working environment that will ultimately drive the success of Google by retaining and attracting talented Googlers.

We have tried hard to anticipate your questions. It will be difficult for us to respond to them given legal constraints during our offering process. We look forward to a long and hopefully prosperous relationship with you, our new investors. We wrote this letter to help you understand our company.

We have a strong commitment to our users worldwide, their communities, the web sites in our network, our advertisers, our investors, and of course our employees. Sergey and I, and the team will do our best to make Google a long term success and the world a better place.



Larry Page



Sergey Brin