



HAL
open science

Terre networks et la bulle Internet espagnole : une analyse à froid

Thibault de Swarte

► **To cite this version:**

Thibault de Swarte. Terre networks et la bulle Internet espagnole : une analyse à froid. Revue du management technologique, 2006, 14 (3), pp.113 - 119. <hal-03115059>

HAL Id: hal-03115059

<https://hal.science/hal-03115059v1>

Submitted on 19 Jan 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



HAL Authorization

Terra Networks et la bulle Internet espagnole : une analyse à froid

Thibault de Swarte
Responsable du mastère ingénieur d'affaires européen
Ecole Nationale Supérieure des Télécommunications de Bretagne
France
Thibault.deSwarte@enst-bretagne.fr

(publié dans la Revue du Management Technologique, 2006, vol.14, n°3, pp. 113-118)

A la fin de l'hiver 2005, Telefonica s'apprête à absorber sa filiale Internet Terra Networks après avoir vu se volatiliser la bagatelle de 99% des 12,5 milliards d'Euros de capitalisation boursière du portail Lycos, racheté par Terra en pleine « bulle » Internet.

Il serait très présomptueux, en quelques lignes, d'établir un bilan d'une opération d'une telle envergure. Mais une réflexion à froid sur les conditions et le tempo de l'introduction en bourse de la filiale Internet de Telefonica durant les « années folles » puis de l'acquisition du portail Internet Lycos par Terra a, à tout le moins, le mérite d'éviter les explications commodes par la « spéculation », les « fraudes comptables », les « délits d'initiés » ou la « globalisation financière sauvage ». Si ceux-ci ne sont pas contestables, il serait vraiment trop réducteur de penser que les « milliards des télécoms » se sont envolés pour ces seules raisons.

On peut aujourd'hui se pencher a posteriori sur deux composantes de l'hystérie financière des années 2000 : le *hard neglect* d'une réalité pourtant triviale dans le champ des télécommunications à savoir le rôle prépondérant des facteurs organisationnels d'une part et d'autre part un rapport des analystes financiers à la temporalité économique qui les a conduits à tenter de courir après le marché, tant à la hausse qu'à la baisse, sans succès.

Le nom de baptême donné à Terra Networks, littéralement les « réseaux de la terre », n'était pas innocent. Occupant à l'époque le même espace symbolique que WorldCom (« la communication mondiale »), le *golden hidalgo* associe dès l'origine son identité hispanique à vocation universelle (Terra) et sa capacité technique d'intégration des réseaux (Networks), le tout placé sous le patronage sémantique de l'efficacité anglo-saxonne (Terra Networks).

Le parcours boursier de ce fournisseur d'accès Internet, fut emblématique à maints égards. Il a été introduit sur le marché madrilène et simultanément sur le Nasdaq mi-novembre 1999 au cours de 13 euros, au début d'une période de folle spéculation sur les valeurs Internet. Dès le premier jour de cotation, Terra était la neuvième capitalisation boursière espagnole et valait plus de 10 milliards d'euros. Après un pic à 130 euros, le cours était encore de 40 euros en Juillet 2000, soit malgré tout une croissance de 200% en 9 mois.

Une organisation en divisions internationales plutôt séduisante

Regardons de plus près quelle était la logique globale de l'introduction sur le marché financier de Terra Networks. Il semblait clair à l'époque que le processus de partition de l'opérateur historique et de filialisation était un moyen efficace de mesurer la création de valeur induite par Internet. L'année 1999 avait été marquée par une croissance externe importante et l'acquisition de nombreuses sociétés Internet latino-américaines. Telefonica avait aussi procédé dès janvier 2000 à une réorganisation importante. Tisa, l'entité accueillant

les activités internationales avait en effet été supprimée et des unités d'affaires globales constituées de façon à restructurer l'opérateur historique par métiers.

Même en 2000, alors que l'information semblait pourtant surabondante nous n'avions pas pu disposer d'informations détaillées sur la structure interne de Terra Networks. Ce qui ressortait cependant du rapport d'activité 1999, c'était l'accent mis sur le caractère multinational de la compagnie (13% seulement du personnel basé en Espagne) et sur un management décentralisé. Au-delà de la classique formule "penser globalement, agir localement" dont se prévalait Telefonica, on imagine que l'autonomie opérationnelle des filiales devait être assez forte, à défaut de disposer de plus de précisions sur les modalités de l'articulation entre les choix stratégiques de la maison-mère et leur déclinaison sur les différents marchés.

Il paraissait techniquement logique qu'à l'international, l'infrastructure de réseau et le *backbone* (le cœur du réseau Internet) soient étroitement liés à celui de Telefonica. Sa présence géographique a en effet fait de Terra Networks, dès l'origine, une multinationale hispanophone présente en Espagne, dans toute l'Amérique Latine et aux USA, notamment auprès de la population hispanophone des *latinos*, soient environ 550 millions de clients potentiels au total.

Tout s'est passé comme si le fournisseur d'accès madrilène avait réinventé la structure divisionnelle internationale en adoptant d'entrée de jeu ce type d'organisation alors que dans les schémas traditionnels d'évolution des structures d'entreprises, il s'agit généralement d'une étape assez avancée du processus de maturation des structures organisationnelles. Terra pouvait ainsi, à l'instar de Yahoo, afficher un portail Internet unique décliné ensuite au niveau de chaque pays, avec un avantage supplémentaire sur Yahoo : la langue espagnole commune à l'ensemble des entités géographiques.

Même si ce point est aujourd'hui rarement mis en avant, il y avait donc une logique internationale et organisationnelle certaine dans la mise sur le marché financier de Terra Networks et dans le rachat de Lycos par la filiale de Telefonica. Alors, où est et à qui la faute ?

Des analystes financiers désarçonnés

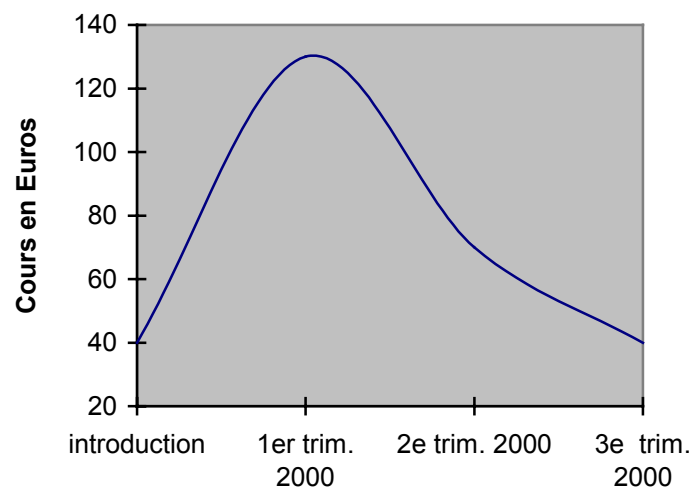
Des éléments de réponse peuvent être trouvés dans le système d'évaluation des banques d'affaires au niveau mondial. Celles-ci ont, pour paraphraser le sociologue allemand Max Weber, le monopole de l'information financière légitime et adoptent les mêmes réflexes face à la même information. Les variations de cours sont de ce fait brutales, à la hausse comme à la baisse. Le cas de l'évaluation de Terra Networks par Merrill Lynch en est une bonne illustration. Dès l'origine, le capital flottant du fournisseur d'accès Internet est faible, de l'ordre de 15% du total. Il suffit alors d'une variation minimale de la demande de titres pour que les cours se tendent, l'offre étant rigide à court terme.

	%
Telefonica	66.6
Bidasoa	5.9
Employés	5.0
Flottant	15.2
BBVA	3
Divers	4.3

Source: Merrill Lynch (2000)

Structure de l'actionnariat de Terra Networks en 2000

La faiblesse du capital flottant est un élément technique que les marchés corrigent habituellement d'eux-mêmes en affectant le cours d'une décote. Or, c'est l'inverse qui va se produire et on va voir se former rapidement des anticipations de cours tout à fait « irrationnelles » dès l'introduction de Terra en Bourse.



Source: Merrill Lynch (2000)

Evolution du cours de Terra Networks (1999-2000)

Le 3 mars 2000, le fournisseur d'accès espagnol atteint un cours de 130 Euros, en croissance de près de 300 % en 3 mois. Merrill Lynch met alors l'accent sur trois « fondamentaux » afin de justifier sa recommandation positive :

- la croissance de la taille, 6 à 7 millions de clients étant prévus pour la fin 2001.
- une information concernant des « négociations finales » avec Telefonica mobiles.
- des succès récents au Brésil (100 000 clients supplémentaires en 3 semaines) et aux USA où un portail venait d'être lancé en janvier.

Quelques jours après, le cours de Terra Networks entame une chute brutale et ininterrompue. Le 17 mai, alors que le cours de Terra n'est déjà plus que de 60 Euros, Merrill Lynch abaisse sa recommandation car Terra a annoncé sa fusion avec Lycos. L'opération fait de Terra un acteur majeur de l'Internet au niveau mondial. Mais les analystes notent qu'un transfert de valeur va s'effectuer au détriment de Terra et au profit de Lycos. Le 27 juillet, alors que le cours du fournisseur d'accès hispanique est à son plancher de 35 Euros, Merrill Lynch diagnostique des changements dans le management mais pas dans la stratégie, laissant curieusement entendre qu'il existe une indépendance entre les deux ; son opinion d'achat demeure neutre. Le 19 octobre, quelques jours avant le dénouement du projet de fusion entre

Lycos et Terra, le cours de ce dernier demeure volatile autour de 45 Euros. Merrill Lynch insiste alors sur le fait que « la théorie des marchés efficients paraît non pertinente dans le cas étudié ». En d'autres termes, il est pudiquement admis qu'il n'existe pas d'explication solide au cours observé sur le marché.

Au total, si l'on peut comprendre que les analystes financiers aient été souvent contraints de suivre la folie des marchés plus souvent qu'ils ne l'auraient techniquement souhaité, on admettra difficilement, sur un plan plus conceptuel et macrofinancier qu'ils aient à ce point privilégié le court terme et négligé les fondamentaux organisationnels du secteur des télécoms.

Retour sur les structures et l'organisation

L'hypothèse du mimétisme comportemental des analystes et des marchés financiers évoquée au début de ce texte est intéressante mais non démontrable. Comment peut-on alors interpréter avec le recul du temps la paradoxale sous-estimation des fondamentaux organisationnels d'opérateurs techniques aussi organisés et logistiquement surdéterminés que sont Terra Networks, et plus généralement de ces géants économiques que sont les opérateurs européens de télécommunications ?

Considérons tout d'abord le cas de la **taille** de l'organisation. Il est a priori légitime qu'une entreprise dont le nombre de clients augmente voit sa valeur boursière augmenter. Cependant des **prévisions** d'augmentation n'étaient pas suffisantes, d'autant plus que le coût de l'acquisition des clients est une donnée fondamentale du compte d'exploitation qui n'a pas été véritablement prise en compte. Ensuite, les synergies technologiques, si elles devaient à long terme s'avérer favorables en termes d'intégration de la gamme de produits de Telefonica étaient complexes à mettre en œuvre à court terme. Se baser sur de simples rumeurs était au minimum imprudent. Enfin, et c'est peut être le plus grave, la dimension temporelle a été cruellement négligée alors même que le prix du temps constitue le pilier de toute la théorie financière. Des succès ponctuels et momentanés au Brésil ou aux USA n'étaient pas des gages suffisants d'un couplage pérenne entre stratégie et structure. Ainsi, la fonction d'anticipation que la théorie financière attribue traditionnellement aux marchés a été rudement mise à mal.

Au total, l'absence de prise en compte de la dimension organisationnelle a coûté fort cher aux investisseurs qui se sont imprudemment rués sur le titre Terra Networks. Une prise en compte de ce paramètre fondamental aurait limité la hausse, freiné la baisse et permis aux analystes financiers de conserver une crédibilité mise à mal par des erreurs de diagnostic répétées.

Ajoutons pour faire bonne mesure que la position de l'universitaire scrutant avec le recul du temps les anticipations exagérées des analystes est assez confortable. Il faut alors très honnêtement remercier Merrill Lynch¹ d'avoir bien voulu, en 2000, mettre à la disposition du public ses analyses financières, ce que tous les cabinets ne faisaient pas et qui est devenu une pratique beaucoup moins courante en 2005.

Si Blaise Pascal a pu dire en 1660 qu'il y a des vérités de ce côté-ci des Pyrénées qui sont des erreurs de ce côté là (et inversement), Max Weber, à nouveau, nous rappelle avec insistance la différence fondamentale qui distingue l'homme d'action de l'homme de réflexion. Au premier, le risque économique ou politique ; au second, le risque intellectuel.

Copyright: Dr. Thibault de Swarte

C'est bien parce que cette information a été mise à la disposition du public qu'il est aujourd'hui possible d'effectuer un « travail de mémoire » autour des excès financiers de la bulle internet.

