

## SESSION 2008

## UE2 - FINANCE

Durée de l'épreuve : 3 heures - coefficient : 1

Matériel autorisé :

Calculatrice de poche à fonctionnement autonome, sans imprimante et sans aucun moyen de transmission, à l'exclusion de tout autre élément matériel ou documentaire.

Document remis au candidat :

Le sujet comporte 12 pages numérotées de 1/12 à 12/12.

Il vous est demandé de vérifier que le sujet est complet dès sa mise à disposition.

*Le sujet se présente sous la forme de deux dossiers indépendants*

Page de garde .....	page 1
DOSSIER 1 - Montage L.B.O : la reprise de la société IDEC .....	(15 points) ..... page 2
DOSSIER 2 - Réflexion sur la finance comportementale. ....	(5 points) ..... page 3

*Le sujet comporte les annexes suivantes*

## DOSSIER 1

Annexe 1 - Aspects financiers et de gouvernance des montages à effet de levier .....	page 4
Annexe 2 - Informations sur le secteur d'appartenance et l'activité de la société Idec .....	page 6
Annexe 3 - Eléments extraits du compte de résultat de la société Idec de 2004 à 2007 .....	page 6
Annexe 4 - Eléments extraits du compte de résultat prévisionnel de 2008 à 2012 .....	page 6
Annexe 5 - Eléments extraits du plan de financement prévisionnel de 2008 à 2012 .....	page 7
Annexe 6 - Evaluation du prix d'acquisition de la cible .....	page 7
Annexe 7 - Principaux éléments du montage financier envisagé.....	page 8

## DOSSIER 2

Annexe 8 - La finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur .....	page 9
Annexe 9 - La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant.....	page 10

**AVERTISSEMENT**

Si le texte du sujet, de ses questions ou de ses annexes, vous conduit à formuler une ou plusieurs hypothèses, il vous est demandé de la (ou les) mentionner *explicitement* dans votre copie.

## SUJET

*Il vous est demandé d'apporter un soin particulier à la présentation de votre copie. Toute information calculée devra être justifiée*

### DOSSIER 1 – MONTAGE L.B.O. - LA REPRISE DE LA SOCIÉTÉ IDEC

Le groupe Wind a diversifié ses activités dans le secteur de l'électronique à la fin des années quatre-vingt-dix. Depuis, il décide de se recentrer sur son cœur de métier et de céder des activités jugées non stratégiques. Diverses activités sont alors filialisées, en vue de leur cession, comme la société Idec, spécialisée dans l'industrialisation et la production de circuits imprimés qui est mise en vente vers la fin de l'année 2007.

Un fonds d'investissement propose au directeur commercial de la société Idec, Monsieur Albert, accompagné de quelques cadres du groupe Wind, un projet de reprise concernant la société Idec, les perspectives du secteur étant encourageantes. Au regard du prix de cession demandé par la direction du groupe Wind, l'hypothèse d'une acquisition, mettant en œuvre un montage financier par L.B.O. est évoquée.

Les dossiers qui vous sont proposés traitent de l'opération de « *leverage buy-out* » (L.B.O.) mise en place fin 2007 pour financer la société Idec.

#### Travail à faire

**A l'aide des annexes 1, 2, et 3 :**

- 1. Exposer les objectifs et les caractéristiques du montage financier mis en place dans le cadre d'une acquisition par *Leverage Buy-Out* (L.B.O.), tant en matière financière que de gouvernance.**
- 2. Quelles devraient être les conditions d'une configuration économique et financière adéquate des sociétés acquises (ou sociétés « cibles ») par LBO ? Analyser si la société Idec remplit les critères d'une société cible adéquate, permettant le recours à une reprise par L.B.O.**

**A l'aide des annexes 4, 5, 6 et 7 :**

- 3. Déterminer la rentabilité économique prévisionnelle après impôts de la cible pour les exercices de 2008 à 2012.**
- 4. Présenter la signification du taux d'actualisation retenu pour l'évaluation de la société cible ainsi que les différents arguments théoriques relatifs à l'incidence éventuelle de l'endettement sur sa détermination.**

5. Procéder à l'évaluation de la cible et déterminer le montant de chacune des sources de financement de la société holding de reprise (dettes et capitaux propres).
6. Déterminer pour chaque exercice de la période 2008 à 2012, le montant maximum de dividendes pouvant être versé par la société cible à la société holding.
7. Présenter le plan de financement de la holding sur la période fin 2007 à fin 2012, en considérant le remboursement de la dette junior, et conclure sur la pertinence du montage financier envisagé.
8. Calculer le taux de rendement attendu des actionnaires (le TRI, le taux de rentabilité interne) à la fin de l'exercice 2012.

## DOSSIER 2 – RÉFLEXION SUR LA FINANCE COMPORTEMENTALE

### Travail à faire

A l'aide de vos connaissances et *des annexes 8 et 9*, il vous appartient de répondre à la question suivante :

**Fonctionnement des marchés financiers et comportement des individus :  
la théorie financière « classique » est-elle remise en cause ?**

Il est attendu de la part du candidat, de répondre de **manière précise et structurée** à la question posée en rappelant tout d'abord les fondements de la théorie financière classique, puis en évoquant les reproches qui lui sont adressés et enfin, en analysant les apports de la finance comportementale en la matière. Votre réflexion intégrera également les contre-arguments qui peuvent être invoqués à l'encontre de la finance comportementale.

Il est demandé de **limiter votre réponse à 4 pages au maximum** sur votre copie d'examen.



## Annexe 1

### Aspects financiers et de gouvernance des montages à effet de levier

#### Article 1 : La mécanique LBO

Par Alexis Canuet

Article extrait de la revue *Alternatives Economiques* n° 252, novembre 2006 p.76-77

*Les LBO sont des montages financiers qui consistent à racheter des entreprises en ayant recours massivement à l'emprunt.*

« 4 octobre 2006, 8<sup>e</sup> arrondissement de Paris, les abords de l'hôtel Pershing Hall, où se tient une réunion de l'Association française des investisseurs en capital (*Afic*), connaissent une animation insolite. Une quinzaine de militants du collectif LBO, constitué par la CGT, distribuent des tracts. Leur but : alerter l'opinion sur le caractère néfaste des fonds de *leveraged buy out* (LBO) dont l'existence et les pratiques restent grandement méconnues du grand public.

Pourtant, depuis leurs débuts en France, dans les années 80, des milliers d'entreprises ont subi leur traitement de choc, des magasins de surgelés Picard au câblo-opérateur Noos. Fort de l'engouement du monde de la finance pour ces opérations aux rendements élevés, ces fonds ont collecté près de 8 milliards d'euros de capitaux en 2005. Un trésor de guerre qui leur permet de s'attaquer à des sociétés de toutes tailles, de 1 million à 4 milliards d'euros de chiffres d'affaires, mises en vente soit par des actionnaires familiaux, soit par des groupes cotés souhaitant se recentrer sur leur cœur de métier.

Si ces fonds communiquent peu, le montage financier utilisé, dit « *leveraged buy out* », [...] facilite la réalisation des objectifs élevés des fonds LBO en termes de retour sur capitaux propres : de l'ordre de 20 % à 30 % par an. [...] Les performances élevées des fonds LBO ne sont cependant pas uniquement dues à ces effets financiers. Quand il arrive à la tête d'une entreprise, un fonds LBO bouleverse aussi sa gestion afin d'accroître sa rentabilité opérationnelle. Dès le début du processus d'acquisition, le fonds d'investissement définit en général avec la direction de l'entreprise un *business plan* à cinq ans, l'horizon moyen d'investissement de ce type de fonds. Le montage financier utilisé limite les choix stratégiques en imposant au management de maximiser les rentrées de liquidités afin de réduire rapidement l'endettement. L'investissement, qui se traduit dans l'immédiat par des sorties de liquidités importantes, est parfois la première victime de ces stratégies.

Sur le plan social, ces stratégies impliquent généralement une rationalisation de l'organisation de l'entreprise cible, autrement dit des réductions d'effectifs. Le fonds Cinven, propriétaire du câblo-opérateur UPC Noos depuis mars 2006, n'a ainsi pas hésité à annoncer en septembre dernier la suppression de deux postes sur trois. Si Cinven semble faire peu de cas du sort de ses salariés, les difficultés réelles du câble face au développement des offres ADSL, qui motivent cette restructuration, peuvent cependant difficilement lui être imputées.

Dans d'autres contextes, les stratégies mises en œuvre par les fonds LBO peuvent aussi se révéler favorables au développement des entreprises. Ainsi, des filiales vendues par de grands groupes cotés retrouvent souvent une liberté d'action qui booste leur croissance, alors que leur statut antérieur de cinquième roue du carrosse les handicapait. Materis, une ancienne filiale du groupe cimentier Lafarge spécialisée dans les peintures et les mortiers pour le bâtiment, en est une illustration. Cette société, qui a fait l'objet de trois LBO successifs depuis sa cession en 2001, connaît une croissance régulière de son chiffre d'affaires et de ses effectifs.



L'impact économique et social global des fonds LBO sur la gestion des entreprises est donc contrasté. La principale limite de l'action de ces fonds réside dans leur principe même. [...] Or, si ces risques sont connus et assumés par les fonds qui pratiquent ces montages, ils ne sont aucunement choisis par les salariés qui, au final, subiront les conséquences les plus graves de la faillite de leur entreprise. Si, heureusement, ces cas restent relativement rares pour l'instant, le développement massif de ce type d'investissements pourrait multiplier ces accidents de parcours. »

### **Article 2 (extrait) : L'héritage des LBO**

Par Steven Kaplan,

Article extrait de : *L'Art de la Finance n°8, e-learning HEC – Les Echos*, 2005

« [...] La politique de management des entreprises a beaucoup évolué au cours des quinze dernières années, en particulier aux Etats-Unis. Parmi les changements et les évolutions prévisibles outre-Atlantique et dans le reste du monde, beaucoup trouvent leur origine dans la vague de prises de contrôle et de LBO qui a submergé les Etats-Unis dans les années 80, et a conduit à mettre en pratique plusieurs grands principes de management [...].

Au début des années 80, le LBO obéissait à trois principes fondamentaux.

\* L'importance de l'endettement contracté dans les opérations de ce type obligeait l'équipe de direction de la société rachetée à faire preuve d'une grande rigueur. En raison de cet endettement, les dirigeants ne pouvaient plus considérer que les capitaux, en particulier les capitaux propres, ne coûtaient rien. Bien au contraire, si le rendement des capitaux était insuffisant, les engagements n'étaient plus honorés et l'entreprise courait à la faillite.

\* Le LBO faisait bénéficier les cadres dirigeants d'une participation substantielle dans la société cible, les incitant à s'impliquer dans la gestion de l'entreprise pour rembourser la dette et accroître la valeur actionnariale de la société. En cas de succès, l'opération pouvait s'avérer très rentable. Au début de mes recherches, j'ai constaté qu'à l'occasion d'un LBO, les dirigeants portaient en moyenne leur participation de 1,4 % à 6,4 % après l'opération. Dans l'ensemble, les équipes d'encadrement ont vu leur participation augmenter de façon similaire. Au début des années 80, ce mode de rémunération des cadres se démarquait encore de la pratique courante.

\* Les principaux investisseurs dans les opérations de LBO (les « sponsors ») contrôlaient de très près les sociétés ainsi acquises. A l'inverse des sociétés cotées où les conseils d'administration sont composés de nombreux membres, principalement de petits actionnaires n'ayant qu'un lointain rapport avec la société, ceux des sociétés ayant fait l'objet d'un LBO étaient de taille plus modeste et se composaient essentiellement de sponsors détenant une participation substantielle dans les sociétés concernées et donc intéressés à leur réussite.

Dans la première moitié des années 80, l'application de ces principes a été couronnée de succès. [...] Il est probable que le reste du monde continuera à s'inspirer des principes du LBO et à se rapprocher du système américain de management des entreprises, d'une part parce que les entreprises et les pays qui ne s'adapteront pas se trouveront nettement défavorisés lorsqu'ils voudront lever des capitaux sur le marché mondial, et, d'autre part, parce que les sociétés et les pays dotés d'une meilleure politique de management des entreprises prennent de meilleures décisions ».

## Annexe 2

### Informations sur le secteur d'appartenance et l'activité de la société Idec

Après la très forte croissance des années quatre-vingt-dix, dopée par le marché des télécoms, le marché des circuits imprimés a enregistré au début des années deux mille, une chute brutale. Les surcapacités pèsent d'autant plus sur les prix. Les délocalisations en Chine s'accroissent. Le secteur se restructure. Des signes de reprise sont attendus à un horizon encore incertain. Dans ce secteur les innovations technologiques sont majeures et l'investissement représente un élément stratégique dans la gestion des entreprises.

Au moment de la cession, la société réalise encore près de 70% de son chiffre d'affaires avec le groupe Wind avec des délais de paiements de 60 jours. Monsieur Albert fonde son projet de reprise sur une diversification de la clientèle reposant sur :

- le développement de petites et moyennes séries ainsi que sur des produits plus spécialisés, vendus à davantage de petits clients, dans des délais courts,
- le développement sur d'autres marchés, comme le secteur militaire,
- le renforcement du poids des clients étrangers (Belgique, Allemagne, Etats-Unis).

## Annexe 3

### Eléments du compte de résultat de la société Idec de 2004 à 2007

K €	2004	2005	2006	2007
Chiffres d'affaires	30 000	30 000	28 000	28 000
Achats stockés consommés	-12 000	- 12 000	- 11 200	- 11 200
Autres achats et charges externes	- 2 500	- 2 400	- 2 240	-2 240
Impôts et taxes	-1 000	-1 000	- 900	- 900
Salaires et charges sociales	- 11 000	- 11 000	- 10 000	- 10 000
Dotations d'exploitation (amortissement et solde des provisions)	- 3 800	- 2 400	- 2 300	- 2 000
Autres charges	- 700	- 410	- 610	- 610
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>1 000</b>	<b>790</b>	<b>750</b>	<b>1 050</b>

## Annexe 4

### Eléments extraits du compte de résultat prévisionnel de la société Idec de 2008 à 2012

Montants en K€	2008	2009	2010	2011	2012
Produits d'exploitation encaissables	31 000	31 000	35 000	35 000	38 000
Charges d'exploitation décaissables	25 500	25 500	28 500	29 500	30 500
Dotations aux amortissements d'exploitation	2 200	2 200	2 500	2 500	2 500

Le taux d'imposition s'élève à 33,1/3%.

Le résultat d'exploitation est utilisé comme indicateur du résultat économique.



## **Annexe 5**

### **Eléments extraits du plan de financement prévisionnel de la société Idec de 2008 à 2012**

L'actif économique résultant du programme d'investissement et des modifications du besoin en fonds de roulement devrait s'établir aux montants suivants :

Montants en K€	2008	2009	2010	2011	2012
Immobilisations brutes	10 000	12 000	13 500	14 500	15 500
Besoin en Fonds de Roulement	3 900	4 000	4 200	4 300	4 500

Par ailleurs, on sait qu'au 31 décembre 2007, la société Idec disposait d'un montant d'immobilisations brutes de 9 000 K€, amorties à hauteur de 3 000 K€ et le besoin en fonds de roulement d'exploitation s'élevait, en valeur nette, à 3 500 K€.

## **Annexe 6**

### **Evaluation du prix d'acquisition de la cible**

L'acquisition se fait le 31 décembre 2007. Pour évaluer le montant du prix d'acquisition de la cible à la base du montage financier, il est décidé, d'un commun accord, d'actualiser les flux de trésorerie disponibles ou *free cash flows* (il s'agit de la méthode des DCF, *discounted cash flows* ou flux de trésorerie actualisés), à calculer sur les 5 prochaines années, à partir de l'ensemble des éléments prévisionnels donnés.

La valeur terminale sera calculée à partir du flux de trésorerie disponible de 2012 qui augmente les années suivantes de 1% par an.

D'après les différents intervenants et conseils expérimentés participant à l'opération, il est judicieux de retenir un taux d'actualisation de 15 % pour la société Idec pour les années 2008 à 2012.

La société Idec n'est pas endettée au 31 décembre 2007. Elle ne contractera pas de dettes financières par la suite.



## Annexe 7

### Principaux éléments du montage financier envisagé

Le prix d'acquisition de la cible est déterminé exclusivement à partir de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles. Pour financer l'achat de la société Idec, il va être contracté par la société holding, une dette globale qui représente 50% du prix d'acquisition de la société cible et qui se compose :

- pour un montant représentant 60% de la dette globale, une dette *senior*, représentée par une dette bancaire classique sur 5 ans au taux de 5%, remboursable par annuités annuelles constantes ;
- pour les 40% restants, une dette *junior*, constituée d'un emprunt obligataire au taux de 6%. Les intérêts de cet emprunt sont payés annuellement mais le capital est remboursé en totalité *in fine* au bout de 5 ans. Cet emprunt, convertible en actions de la société Idec, sera remboursé à la fin de l'année 2012.

Le remboursement de cette dette *junior* est subordonné à celui de la dette *senior*.

Le fonds d'investissement, co-actionnaire avec Monsieur Albert et les cadres, souhaite se retirer du capital de la holding à la fin de l'année 2012. A cette date et compte tenu des pratiques en vigueur dans le monde du capital investissement, la société Idec devrait se négocier sur une base de 8 fois son résultat d'exploitation 2012. On rappelle que la valeur de la société se compose de la valeur des capitaux propres et de l'endettement net. A la fin de l'année 2012 le montant de la trésorerie chez Idec s'élève à 3 600 K€.

Les revenus de la holding permettant de faire face au remboursement de ses dettes sont constitués uniquement des dividendes versés par la société cible, correspondants à la totalité du résultat net dégagé sur la période. On supposera que les versements effectifs de ces derniers se réalisent la même année que le dégagement de résultat net et sont subordonnés au fait que la société cible dégager un flux de trésorerie net annuel suffisant pour chaque exercice.

Le régime d'intégration fiscale conduit à calculer une charge d'imposition globale au niveau du groupe, en additionnant le résultat fiscal de la société cible avec celui de la société holding. La société holding est redevable du versement de l'impôt à l'administration fiscale.

En termes de résultat, les conventions signées entre les deux sociétés conduisent à rattacher, à la société cible, la charge d'impôt correspondant à son résultat. Par ailleurs, on suppose qu'il n'y a pas de décalage dans le temps entre l'impôt calculé et l'impôt payé.

**Remarque** : tous les calculs du cas sont effectués en K€ (milliers d'euros), arrondis au nombre le plus près sans décimales.

## Annexe 8

### La finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur

**Par Philippe De Brouwer**

Extrait de la revue Finances Vecteur, septembre 2001, p.14-16

*Investir ne relève pas d'une décision purement rationnelle, basée sur la seule analyse des fondamentaux' que sont les taux, les bénéfices ou l'évolution du marché. Les analystes sont d'ailleurs de plus en plus nombreux à admettre l'influence de facteurs irrationnels, comme l'excès de confiance, le mimétisme, les erreurs de perception, ... sur la formation des cours de bourse. Autant 'd'irrationalités' qu'étudie la Finance comportementale.*

[...] Les modèles qui utilisent la fonction d'utilité tiennent donc compte du profil de l'investisseur ou plus précisément – dans l'approche classique – de son patrimoine. Mais pas de son profil psychologique, vu qu'implicitement, on part du principe que l'investisseur agit toujours de manière rationnelle et cohérente. Or, la question est de savoir si ceci est bien le cas ou, en d'autres mots, si les techniques de modélisation classiques sont adaptées au fonctionnement de l'esprit humain.

[..] La littérature spécialisée parle de biais ou d'anomalies de raisonnement ou de comportement, et distingue plusieurs sources. L'*excès de confiance* en est une. Demandez par exemple à quelques uns de vos amis ou collègues s'ils appartiennent aux 50% de bons ou aux 50% de mauvais conducteurs. Vous constaterez que plus de 98% d'entre eux estiment faire partie de la première catégorie. Alors que l'on pourrait s'attendre à ce que dans un groupe composé d'individus rationnels avec une juste auto-perception, la moitié d'entre eux se considèrent comme de moins bons conducteurs.

Cette anomalie de raisonnement est inhérente à la culture et à l'histoire humaine. L'excès de confiance et d'optimisme est en effet à l'origine des guerres, mais aussi des découvertes scientifiques et de l'activité économique. Le problème est que lorsqu'il s'agit d'investissements, cet excès débouche trop souvent sur de mauvaises décisions.

Autre exemple d'anomalie de raisonnement: l'*heuristique bornée*, qui consiste à prendre des décisions un peu à la légère, en prenant en considération un nombre insuffisant de critères. Il s'agit une fois de plus d'un travers propre à la nature humaine.

Il est en effet difficile d'analyser un problème quand il faut tenir compte de mille et une données. Par ailleurs, une vision en tunnel peut mener à des points de vue et des décisions irrationnelles. En voici un exemple. Supposons que A et B possèdent une action X qui vaut 120 euros. A l'a achetée 100 euros et B l'a payée 50 euros. Le cours s'effondre soudain à 60 euros. Qui, à votre avis, aura le plus mal au ventre? Beaucoup répondent A, qui doit encaisser une perte importante, alors que B ne doit finalement que digérer un moindre gain. Mais si vous élargissez le cadre de la réflexion au delà de la seule variable 'bénéfice/ perte par rapport au prix d'achat', vous constaterez que tant B que A voient leur avoir total diminuer de moitié. D'un point de vue rationnel, nos deux investisseurs peuvent donc verser la même quantité de larmes...

En règle générale, les investisseurs éprouvent une véritable aversion pour la perte, et lorsque leurs décisions ne donnent pas le résultat escompté, ils regrettent plus souvent ce qu'ils ont fait que ce qu'ils n'ont pas fait. Supposons par exemple que vous possédez des actions de la société A. L'an dernier, vous avez envisagé de les vendre pour investir dans la société B, mais, finalement, vous n'en avez rien fait. Or, il s'avère aujourd'hui que vous auriez pu gagner 30.000 euros. Cela fait mal, bien sûr. Mais comparons maintenant cette douleur à celle que vous éprouveriez si vous aviez été



porteur d'actions B et que vous les aviez vendues pour acheter des actions A... Chez la plupart des investisseurs, la douleur est plus intense dans la deuxième situation, où ils ont pris une décision et entrepris une action, que dans la première, où ils se sont abstenus: le '*regret of commission*' est plus grand que le '*regret of omission*'.

[...] Tant que personne d'autre ne semble vouloir d'une action, ils n'en veulent pas non plus. Mais si d'autres l'achètent et, surtout, si tout le monde en parle, alors on assiste à une véritable ruée. Et c'est ainsi que s'amorcent des mouvements qui n'ont rien à voir ni avec les données fondamentales de l'entreprise, du secteur ou du marché, ni avec l'évolution des taux. Pire, si les données fondamentales se dégradent, les investisseurs auront tendance à minimiser cette information, à 'sous-réagir'<sup>5</sup>. Ils refuseront de remettre leur choix en question, préférant jouer l'autruche. Souvent, ils ne verront même pas les signaux de danger –les supporters ne voient-ils pas mieux les fautes commises *contre* leur équipe que celle commises *par* leur équipe? Jusqu'au jour où la bulle devient tellement grosse, qu'elle éclate: quelques 'donneurs de ton' vendent l'action, l'euphorie retombe, la tendance s'inverse (*mean reverting*) et, cette fois, les investisseurs 'sur-réagissent' aux mauvaises nouvelles.

Bref, dans le monde des investisseurs, les choses ne se passent pas vraiment comme les modèles classiques voudraient nous le faire croire. Les investisseurs ne sont pas (toujours) rationnels et les marchés ne sont pas efficients (en ce sens que les cours ne reflètent pas toujours exactement les informations disponibles). Est-ce à dire qu'il ne faut plus investir en bourse ou qu'il faut jouer à pile ou face? Non, mais l'investisseur doit prendre conscience des anomalies de raisonnement qui peuvent lui jouer des tours et, surtout, en tenir compte. C'est précisément ce que fait la *Behavioral Finance* ou Finance comportementale. Elle essaie d'expliquer et de prévoir le comportement d'investisseurs et d'analystes qui se laissent parfois influencer par des facteurs qui ne sont pas aussi rationnels que le risque et le rendement, et qui composent des portefeuilles en conséquence. Et c'est ainsi qu'à la Théorie Moderne du Portefeuille de Markovitz, qui nous décrit un portefeuille optimal dans un monde rationnel, s'oppose la Théorie Comportementale du Portefeuille, qui nous explique à quoi ressemble un portefeuille dans le monde réel.

## Annexe 9

### La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant?

Par Michel Albouy et Gérard Charreaux, professeurs à l'Université de Grenoble et de Bourgogne  
Article extrait d'un numéro spécial de la *Revue Française de Gestion* 2005/4, n°157, p. 139-143.

Peut-on faire confiance aux cours de Bourse pour prendre des décisions ?

[..] La réponse à cette question est lourde de conséquences et dépasse largement la seule gestion de portefeuille. Elle conditionne, par exemple, la pertinence de la réforme comptable visant à faire de la *fair value* la norme de référence ou le contenu des pratiques cherchant à instaurer une gestion par la valeur actionnariale au sein même des entreprises, notamment en mettant en place des systèmes de rémunération fondés sur les valeurs boursières. Elle conditionne également l'évaluation des décisions financières et des mesures de performances des dirigeants d'entreprises comme des gestionnaires de fonds. À titre d'illustration, pour une décision financière aussi importante qu'une acquisition, notamment si elle est payée par échange de titres, la rentabilité de l'opération dépend de la fiabilité de la valeur de marché. Tous ceux qui, au moment de la bulle des valeurs technologiques en 2000, ont acheté des titres ou des sociétés se souviendront longtemps des conséquences de cet



emballement du marché. Bref, quel crédit accorder aux cours que les marchés financiers produisent désormais en temps continu ? La question demeure ouverte.

Les tenants de la finance comportementale estiment que les prix qui se forment sur le marché sont loin des prédictions des modèles standards même s'il n'existe pas d'opportunités profitables ajustées pour le risque.

[..] La mise en évidence de ces comportements anormaux et le fait qu'il existe des investisseurs dont le comportement est irrationnel ne suffisent pas cependant à convaincre les partisans de l'efficacité. Leur réponse est que l'efficacité des marchés ne nécessite pas que chaque individu ait une rationalité parfaite, il suffit que l'interaction entre les investisseurs conduise à des cours qu'on ne puisse distinguer de ceux qui se seraient formés si tous les individus étaient dotés d'une rationalité parfaite. Autrement dit, ils supposent sur la base de l'arbitrage que les marchés conduisent à éliminer les individus irrationnels. Le débat se déplace donc du niveau du comportement individuel au comportement collectif. Michel Albouy [...] conclut cependant que l'hypothèse d'efficacité conserve un argument déterminant en sa faveur, à savoir que les gérants professionnels n'arrivent pas à battre systématiquement le marché. Cet argument, usuel dans la littérature, pose cependant un problème s'il peut y avoir simultanément absence de profit systématique et des divergences importantes et persistantes entre les cours boursiers et la valeur intrinsèque auquel cas l'information fournie par les cours pourrait être source de destruction de valeur en induisant des décisions erronées.

Or, c'est ce que semble prétendre Michael Jensen (2004), un des fondateurs de la théorie de l'efficacité, dans ces récentes analyses sur les coûts d'agence de la surévaluation, notion qu'il introduit afin de tenir compte de la surévaluation associée au phénomène de la bulle internet. Comme il l'écrit (Jensen, 2004), l'existence de cette bulle est compatible avec l'hypothèse d'efficacité telle qu'elle est formulée habituellement. En effet, cette hypothèse ne prétend pas que le cours boursier reflète toujours précisément la valeur intrinsèque mais seulement qu'en moyenne, le cours étant biaisé, il y a autant de chances qu'il le soit vers le haut que vers le bas. Toutefois, Jensen et Murphy (2004) concluent qu'on ne peut plus s'appuyer désormais sur le cours boursier pour maximiser la valeur sur le long terme pour deux raisons. D'une part, si les marchés sont efficaces, ils ne le sont qu'au sens semi-fort car les dirigeants disposent d'informations non accessibles aux investisseurs. D'autre part, il existe des investisseurs irrationnels, des « bruiteurs ». Autrement dit, Jensen admet la possibilité de divergence durable entre cours boursier et valeur intrinsèque, pouvant prendre la forme d'une surévaluation, celle-ci s'expliquant par les stratégies opportunistes des dirigeants, auditeurs, intermédiaires, analystes, mais aussi par des biais cognitifs, comme la croyance en la gratuité des stock-options, ou émotionnels, tels que le comportement d'obéissance des administrateurs. La thèse optimiste des tenants de l'efficacité selon laquelle les marchés corrigent au niveau agrégé les biais de rationalité constatés au niveau des comportements individuels se trouve alors rejetée et Jensen va même jusqu'à conclure qu'il faut changer la façon d'enseigner la notion de maximisation de la valeur qui ne signifie plus maximisation du cours boursier.

L'existence d'une divergence durable entre valeur intrinsèque et cours boursier pose le problème de l'estimation du coût du capital *via* le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF). Cette question centrale en finance – qui concerne aussi bien les gestionnaires de fonds que les financiers d'entreprise – est abordée par Florin Aftalion dans sa contribution intitulée « Le MEDAF et la finance comportementale ». Après avoir passé en revue les principaux biais comportementaux justifiant le fait que les individus pourraient ne pas prendre leurs décisions conformément aux axiomes de von Neuman et Morgenstern, l'auteur passe en revue les anomalies du MEDAF avant d'aborder la question de la refondation d'un MEDAF reposant sur des hypothèses en accord avec la finance comportementale. Il conclut néanmoins que, malgré quelques tentatives intéressantes (mais divergentes), les chercheurs en finance quantitative ne sont toujours pas arrivés à la formulation

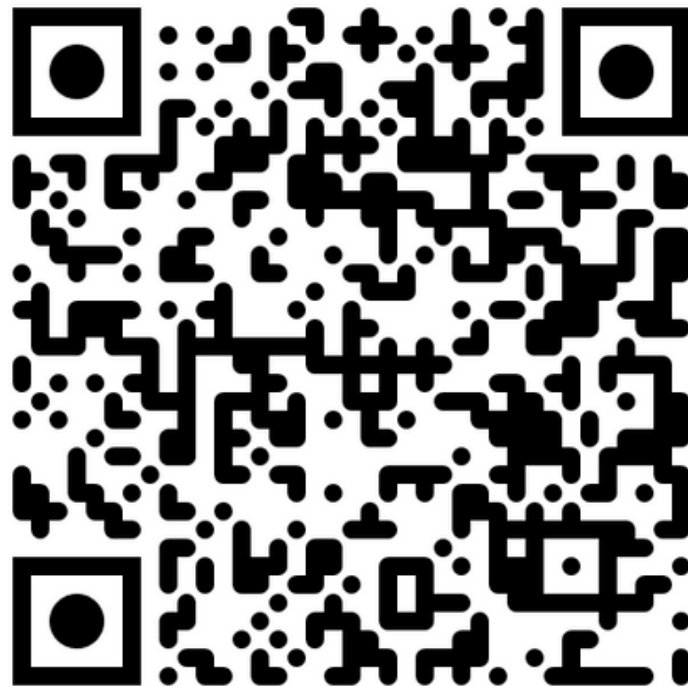
d'un nouveau modèle reposant sur les heuristiques ou les sentiments des investisseurs qui soit accepté par la majorité de la communauté scientifique en finance. Par ailleurs, comme la valeur fondamentale d'une entreprise reste difficile à mesurer (chaque évaluateur ayant son idée), les tenants de l'efficience ont beau jeu de souligner le caractère contestable des écarts entre valeur fondamentale et cours boursiers.

[..] Thaler (1999) dans un article provocateur concluait récemment à la fin de la finance comportementale. Dans la mesure où elle avait perdu son caractère controversé et était devenue le paradigme dominant, le qualificatif de comportemental serait devenu redondant et il n'y aurait plus de finance que « comportementale »... tout économiste n'incorporant pas la dimension comportementale étant à l'évidence irrationnel ... Même si cette conclusion peut paraître hardie, la publication de ce dossier dans la *Revue française de gestion* confirme, en tout état de cause, la place de plus en plus importante accordée à ce nouveau paradigme.



*Groupe Whatsapp*

DSCG



Retrouvez du contenu gratuit  
des fiches, des lives, une communauté



Rejoindre la formation intensive  
des cours, des vidéos , 40 heures en lives, des exercices

