

Préparation DSCG – ORT MONTREUIL / DST 1

SESSION 2014

UE2 – FINANCE

Durée de l'épreuve : 3 heures

Coefficient : 1

Préparation DSCG – ORT MONTREUIL / DST 1

SESSION 2014

FINANCE

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

Document autorisé :

Aucun

Matériel autorisé :

Une calculatrice de poche à **fonctionnement autonome, sans imprimante et sans aucun moyen de transmission, à l'exclusion de tout autre matériel ou document (circulaire n°99-186 du 16/11/99 ; BOEN n°42).**

Document remis au candidat :

Le sujet comporte 15 pages numérotées 1 à 15.

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

Le sujet se présente sous la forme de 4 dossiers indépendants.

Pages de garde	page 1-2
DOSSIER 1 : Etude de cas : MERCKY (5 points).....	page 3
DOSSIER 2 : Etude de cas : HOMSTROM (5 points).....	page 4
DOSSIER 3 : Etude de cas : MATE / LODY (5 points).....	page 5
DOSSIER 4 : Réflexion sur la théorie de l'agence (5 points).....	page 6

Le sujet comporte les annexes suivantes :

Annexe 1 :	Table de Loi Normale Centrée Réduite.....	page 7
Annexe 2 :	Théorie de la sélection adverse.....	pages 8-10
Annexe 3 :	Le parachute doré, la « solution yéménite » de Wall Street.....	pages 11-12
Annexe 4 :	Salaires des patrons - comment en est-on arrivé là ?.....	pages 13-15

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.

DOSSIER 1 : CAS MERCKY

Vous dirigez une jeune entreprise innovante en plein essor, la société MERCKY. Les financements ont été exclusivement réalisés sur des capitaux propres. L'entreprise n'est pas endettée.

Vous avez évalué votre entreprise à 50 millions d'euros sur la base des flux futurs de trésorerie disponible et sur le rythme de croissance de l'activité. Vous avez besoin de 10 millions d'euros de capitaux propres additionnels pour transformer vos projets en réalités.

Un fonds d'investissement vous a approché et vous propose de vous financer ce besoin moyennant 15% de vos parts sociales. Il conditionne son apport à la possibilité de doubler sa participation (passant de 15% à 30%) moyennant le versement en capital de 10 millions d'euros complémentaires dans 5 années.

La volatilité moyenne des entreprises cotées en Bourse ayant des caractéristiques similaire à l'entreprise MERCKY est de 50%. Le taux de référence des Bons du Trésor sur 5 ans est de 5%.

1 / Valorisez l'option proposée par le fond d'investissement :

- Valeur actuelle du sous-jacent (S) :
- Prix d'exercice (P_c) :
- Durée de l'option (t) :
- Taux d'intérêt sans risque (r) :
- Volatilité du sous-jacent (σ) :

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{P_c}\right) + (r + 0,5 \times \sigma^2) \times t}{\sigma \times \sqrt{t}} \quad d_2 = d_1 - \sigma \times \sqrt{t}$$

$$\text{Call} = S \times N(d_1) - P_c \times e^{-rt} N(d_2)$$

Utilisez la table de loi normale présentée en annexe.

Avez-vous intérêt à accepter la proposition du fond d'investissement de payer aujourd'hui 10 millions d'euros avec une option pour reverser 10 millions d'euros supplémentaires dans 5 ans ?

2 / Pourquoi Black et Scholes utilisent un mouvement brownien avec tendance (processus stochastique) pour modéliser la valeur d'une option ?

3 / Quels sont les implications d'un modèle basé sur l'efficience des marchés ?

4 / Quels sont les principaux modèles reposant sur ce principe d'efficience et pourquoi sont-ils critiqués ?

DOSSIER 2 : CAS HOMSTROM

Vous êtes sollicités pour effectuer une évaluation sur la base des cash-flows actualisés de la société HOLMSTROM, un fabricant de meubles.

L'entreprise a généré, en N-1, des flux de trésorerie opérationnel avant impôts et intérêts financiers de 150 millions d'euros. Ils devraient progresser de 10% par an durant les 3 prochaines années, selon le dirigeant. Le retour sur investissement des nouveaux projets est estimé à 20% pour les 3 prochaines années. Le coût du capital est de 12%.

A l'issue des 3 prochaines années, le rythme durable de croissance des revenus sera de 4% par an, avec un retour sur investissement de 12% et un coût du capital de 10%.

L'impôt sur les sociétés est fixé à 40% (par simplification).

1 / Estimez les flux de trésorerie disponibles pour les 3 prochaines années (*Déterminez les dépenses d'investissement en fonction du retour sur investissement des nouveaux projets et de la progression du résultat*).

2 / Déterminez la valeur terminale à la fin de la troisième année ;

3 / Supposez, par ailleurs, que l'entreprise dispose :

- de dettes financières d'un montant de 150 millions d'euros,
- de disponibilités et de valeurs mobilières de placement pour un montant de 100 millions d'euros,
- de 5 millions stock-options non exercées détenues par le management, estimées à une valeur de marché de 50 millions d'euros.

Déterminez à l'aide de ces hypothèses complémentaires la valeur unitaire des 20 millions d'actions qui constituent le capital social de l'entreprise.

4 / Quels sont les principaux biais cognitifs étudiés par la finance comportementale pour justifier les comportements des investisseurs ?

DOSSIER 3 : CAS MATE / LODY

Vous êtes sollicités pour évaluer les synergies d'une fusion entre deux entreprises, l'une du secteur de la production cinématographique (MATE) et l'autre du secteur des jeux informatiques (LODY).

<i>(en millions d'euros)</i>	MATE	LODY	MATE+LODY
Chiffre d'affaires	1 500	1 000	2 500
Résultat opérationnel N+1 après IS	150	75	250
Coût du capital	8%	10%	9%
Return On Capital	12%	10%	14%
Taux de croissance du résultat	3%	3%	4%

(Rappel : taux de réinvestissement = taux de croissance du résultat / R.O.C.)

1 / Déterminez la valeur des synergies liées à cette fusion en considérant des modèles de Flux de Trésorerie Disponible Global à horizon infini.

2 / Si l'on considère qu'il faudra attendre 5 ans pour que les synergies trouvent leur effet, déterminez la valeur actuelle de ces synergies.

3 / Dans ce contexte, l'équipe dirigeante considère qu'un montant de 100 millions d'euros d'actifs immobilisés anciens devront être mis au rebut au bout des 5 ans. Des amortissements linéaires sont constatés sur une durée de 5 ans pour prendre en compte cette perte de valeur. Déterminez l'incidence de cette mise au rebut sur la valeur actuelle des synergies, si le taux marginal d'impôt sur les sociétés est fixé à 40% pour l'ensemble des structures.

DOSSIER 4 : CAS DE REFLEXION

En vous appuyant sur les textes figurant en annexes, ainsi que sur vos connaissances, il vous est demandé d'éclairer la question suivante :

Le jeu des acteurs internes influe-t-il sur les relations de l'entreprise avec ses actionnaires ?

Il est attendu de la part du candidat de répondre de **manière précise et structurée** à la question posée.

Vous exposerez notamment les points suivants :

- Les concepts liés à la théorie de l'agence (asymétrie de l'information, ancrage, théorie des signaux, théorie des contrats implicites, coûts de transaction...);
- Les outils développés par les entreprises pour optimiser les relations avec les actionnaires ;
- Les limites des solutions étudiées.

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

ANNEXE 1 : Table de loi normale centrée réduite

	0,00	0,01	0,02	0,03	0,04	0,05	0,06	0,07	0,08	0,09
0,0	0,5	0,50399	0,50798	0,51197	0,51595	0,51994	0,52392	0,5279	0,53188	0,53586
0,1	0,53983	0,5438	0,54776	0,55172	0,55567	0,55962	0,56356	0,56749	0,57142	0,57535
0,2	0,57926	0,58317	0,58706	0,59095	0,59483	0,59871	0,60257	0,60642	0,61026	0,61409
0,3	0,61791	0,62172	0,62552	0,6293	0,63307	0,63683	0,64058	0,64431	0,64803	0,65173
0,4	0,65542	0,6591	0,66276	0,6664	0,67003	0,67364	0,67724	0,68082	0,68439	0,68793
0,5	0,69146	0,69497	0,69847	0,70194	0,7054	0,70884	0,71226	0,71566	0,71904	0,7224
0,6	0,72575	0,72907	0,73237	0,73565	0,73891	0,74215	0,74537	0,74857	0,75175	0,7549
0,7	0,75804	0,76115	0,76424	0,7673	0,77035	0,77337	0,77637	0,77935	0,7823	0,78524
0,8	0,78814	0,79103	0,79389	0,79673	0,79955	0,80234	0,80511	0,80785	0,81057	0,81327
0,9	0,81594	0,81859	0,82121	0,82381	0,82639	0,82894	0,83147	0,83398	0,83646	0,83891
1,0	0,84134	0,84375	0,84614	0,84849	0,85083	0,85314	0,85543	0,85769	0,85993	0,86214
1,1	0,86433	0,8665	0,86864	0,87076	0,87286	0,87493	0,87698	0,879	0,881	0,88298
1,2	0,88493	0,88686	0,88877	0,89065	0,89251	0,89435	0,89617	0,89796	0,89973	0,90147
1,3	0,9032	0,9049	0,90658	0,90824	0,90988	0,91149	0,91309	0,91466	0,91621	0,91774
1,4	0,91924	0,92073	0,9222	0,92364	0,92507	0,92647	0,92785	0,92922	0,93056	0,93189
1,5	0,93319	0,93448	0,93574	0,93699	0,93822	0,93943	0,94062	0,94179	0,94295	0,94408
1,6	0,9452	0,9463	0,94738	0,94845	0,9495	0,95053	0,95154	0,95254	0,95352	0,95449
1,7	0,95543	0,95637	0,95728	0,95818	0,95907	0,95994	0,9608	0,96164	0,96246	0,96327
1,8	0,96407	0,96485	0,96562	0,96638	0,96712	0,96784	0,96856	0,96926	0,96995	0,97062
1,9	0,97128	0,97193	0,97257	0,9732	0,97381	0,97441	0,975	0,97558	0,97615	0,9767
2,0	0,97725	0,97778	0,97831	0,97882	0,97932	0,97982	0,9803	0,98077	0,98124	0,98169
2,1	0,98214	0,98257	0,983	0,98341	0,98382	0,98422	0,98461	0,985	0,98537	0,98574
2,2	0,9861	0,98645	0,98679	0,98713	0,98745	0,98778	0,98809	0,9884	0,9887	0,98899
2,3	0,98928	0,98956	0,98983	0,9901	0,99036	0,99061	0,99086	0,99111	0,99134	0,99158
2,4	0,9918	0,99202	0,99224	0,99245	0,99266	0,99286	0,99305	0,99324	0,99343	0,99361
2,5	0,99379	0,99396	0,99413	0,9943	0,99446	0,99461	0,99477	0,99492	0,99506	0,9952
2,6	0,99534	0,99547	0,9956	0,99573	0,99585	0,99598	0,99609	0,99621	0,99632	0,99643
2,7	0,99653	0,99664	0,99674	0,99683	0,99693	0,99702	0,99711	0,9972	0,99728	0,99736
2,8	0,99744	0,99752	0,9976	0,99767	0,99774	0,99781	0,99788	0,99795	0,99801	0,99807
2,9	0,99813	0,99819	0,99825	0,99831	0,99836	0,99841	0,99846	0,99851	0,99856	0,99861
3,0	0,99865	0,99869	0,99874	0,99878	0,99882	0,99886	0,99889	0,99893	0,99896	0,999
3,1	0,99903	0,99906	0,9991	0,99913	0,99916	0,99918	0,99921	0,99924	0,99926	0,99929
3,2	0,99931	0,99934	0,99936	0,99938	0,9994	0,99942	0,99944	0,99946	0,99948	0,9995
3,3	0,99952	0,99953	0,99955	0,99957	0,99958	0,9996	0,99961	0,99962	0,99964	0,99965
3,4	0,99966	0,99968	0,99969	0,9997	0,99971	0,99972	0,99973	0,99974	0,99975	0,99976
3,5	0,99977	0,99978	0,99978	0,99979	0,9998	0,99981	0,99981	0,99982	0,99983	0,99983
3,6	0,99984	0,99985	0,99985	0,99986	0,99986	0,99987	0,99987	0,99988	0,99988	0,99989
3,7	0,99989	0,9999	0,9999	0,9999	0,99991	0,99991	0,99992	0,99992	0,99992	0,99992
3,8	0,99993	0,99993	0,99993	0,99994	0,99994	0,99994	0,99994	0,99995	0,99995	0,99995
3,9	0,99995	0,99995	0,99996	0,99996	0,99996	0,99996	0,99996	0,99996	0,99997	0,99997
4,0	0,99997	0,99997	0,99997	0,99997	0,99997	0,99997	0,99998	0,99998	0,99998	0,99998

ANNEXE 2 : Théorie de la sélection adverse

Sylvain Fontan - Economiste indépendant – Les Echos 17/10/2013

Né en 1940 aux États-Unis, Akerlof est un économiste qui a notamment travaillé à l'université américaine de Berkeley. Les travaux qui l'ont rendu célèbre renvoient notamment à la rationalité des agents économiques. Il est reconnu pour être un économiste d'inspiration keynésienne, mais qui a travaillé sur un thème généralement associé aux néoclassiques : la microéconomie.

Il prête attention aux dimensions psychologiques et sociologiques du comportement économique. Il reçoit le prix Nobel d'économie en 2001, en compagnie de M. Spencer et de J. Stiglitz, pour ses travaux sur la place des asymétries d'information, c'est-à-dire, des situations d'échange où les agents ne disposent pas des mêmes connaissances sur des variables utiles à la réalisation de la transaction. La prise en compte de cette asymétrie d'information permet d'expliquer pourquoi l'agent qui détient l'information possède un avantage sur l'autre partie.

Le cas du marché des Lemons : théorie de la sélection adverse

Le papier le plus connu de Akerlof date de 1970 et s'intitule : "The Market for Lemons : Quality Uncertainty and the Market Mechanism". Les Lemons correspondent au marché automobile d'occasion aux États-Unis dont la traduction littérale est "guimbarde". Il y a une multiplicité d'acheteurs et de vendeurs sur ce marché non réglementé (sans contrôle sur la qualité des voitures vendues). Le marché des Lemons constitue un exemple type d'asymétrie de l'information, car le vendeur connaît l'état réel de la voiture puisqu'il en a été l'utilisateur, contrairement à l'acheteur qui ne le connaît pas

Dans le cas où il existe deux types de voitures (bonne et mauvaise qualité), les vendeurs n'accepteront pas de vendre en dessous d'un certain prix, alors que les acheteurs n'accepteront pas d'acheter au-dessus d'un certain prix. Le vendeur d'un véhicule de bonne qualité souhaite vendre à un prix correspondant à cette qualité, alors qu'inversement, le vendeur d'un véhicule de mauvaise qualité est prêt à le vendre à un prix faible.

Du côté de l'acheteur, ce dernier n'a pas de moyen de savoir si le véhicule est de bonne ou de mauvaise qualité, il peut seulement pour cela se baser sur l'aspect général du véhicule et les dires du vendeur. Dans ce contexte, l'acheteur sera prêt à acheter le véhicule, mais à un prix moindre qu'un véhicule de bonne qualité, car il sait qu'il y a une possibilité non nulle que ce véhicule s'avère de mauvaise qualité. En payant un prix "moyen", il s'assure d'une certaine manière contre ce risque.

Dans cette situation, le vendeur d'un véhicule de bonne qualité va toujours refuser l'offre faite par l'acheteur potentiel. En effet, l'asymétrie d'information fait qu'il est impossible que s'établisse un prix auquel les vendeurs de véhicules de bonne qualité auraient intérêt à conclure une transaction. Les vendeurs de véhicules de bonne qualité vont progressivement se retirer du marché, augmentant ainsi la proportion de véhicules de mauvaise qualité, jusqu'à ce qu'il ne reste que ces véhicules sur le marché. Par la suite, le marché peut disparaître, car aucune transaction profitable ne peut être réalisée. L'asymétrie de l'information détruit le marché, c'est ce qui s'appelle le phénomène de "sélection adverse" ou "antisélection".

Illustration du principe d'asymétrie de l'information : marché de l'assurance et du travail

Dans le marché de l'assurance, il coexiste deux types d'individus : les individus avec de "bons" risques (faible probabilité d'accident, faible risque de problème de santé...) et les individus avec de "mauvais" risques (caractéristiques inverses). Si les compagnies d'assurance pouvaient observer le risque de chaque individu, alors il y aurait deux marchés dont les prix seraient différents selon les risques. Or, dans le cas d'une asymétrie d'information, les compagnies d'assurance ont trois solutions :

- Proposer un prix "moyen" : mais alors seuls les individus à risque élevé auront intérêt à souscrire une police d'assurance.
- Proposer un prix faible : mais alors ce système serait inefficace pour couvrir les coûts du fait de la présence de "mauvais" risques.
- Proposer des prix élevés : mais alors les "bons" risques sortiraient du marché et seuls resteraient les individus avec une très forte demande d'assurance, autrement dit, ceux avec de "mauvais" risques élevés.

Sur le marché du travail, si l'origine ethnique d'un employé potentiel est prise comme un indicateur du niveau d'éducation, mais que l'employeur n'est pas capable d'identifier avec précision le niveau de chaque individu, alors, le groupe au sein duquel la probabilité observée de trouver un individu sous-éduqué est élevé, risque d'être exclu du marché du travail, alors même que des individus composant ce groupe peuvent avoir les qualités requises.

Développements du principe d'Akerlof : théorie du signal et théorie des contrats implicites

Théorie du signal

En cas d'asymétrie d'information, les "bons" types (vendeur de qualité, assuré avec peu de risque, personne honnête, compétente, etc.) vont chercher à se signaler. Le problème, c'est que pour que ce signal fonctionne (soit crédible), il ne doit pas pouvoir être envoyé par un "mauvais" type.

Sur le marché du travail, c'est le diplôme qui joue ce rôle. En effet, le temps consacré à obtenir le diplôme est coûteux à la fois en terme monétaire, mais aussi en terme d'efforts, car cela signifie le sacrifice de gains immédiats au profit de revenus futurs. De plus, l'effort est plus grand quand les aptitudes sont plus faibles. Dès lors, il est plus coûteux à un agent peu doué d'obtenir un diplôme. Ainsi, il est possible de dire que le signal du diplôme est crédible, d'autant que plus le diplôme est difficile à obtenir, plus il est le signal d'aptitudes, plus que de connaissances. Néanmoins, notons que ce sont les agents informés qui sont à l'initiative de l'émission de ce signal, et qui entreprennent de révéler leur type.

Théorie des contrats implicites

La théorie du contrat se base sur le modèle du principal et de l'agent, autrement dit de la personne non informée et de la personne informée. Elle se base également sur un choix multiple de contrats, et pas un choix du type "à prendre ou à laisser".

La partie non informée (le principal) propose à l'agent un contrat. La partie informée (l'agent) réagit en fonction du choix proposé et va alors prendre le contrat le plus avantageux pour lui. Dans ce cadre, c'est le choix de l'agent qui va indiquer au principal le type de l'agent ("bons" ou "mauvais").

Dans le cas d'un contrat d'assurance, il y a deux contrats proposés :

1) Forte prime d'assurance, mais en cas d'accident, petite franchise.

2) Caractéristiques inverses.

Dans le cas d'un "bon" risque qui sait que sa probabilité d'accident est faible, il prendra le contrat n°2. Inversement, le "mauvais" type prendra le contrat n°1, car il sait que sa probabilité d'accident est élevée.

L'assureur ne peut donc pas observer directement les caractéristiques des individus, mais il peut les induire à partir des choix. Dès lors, il propose en amont des contrats de façon à ce que l'offre établie pour un type ne puisse pas être choisi par l'autre. Le but étant que le "mauvais" risque n'ait pas intérêt à choisir le contrat qui favorise les risques peu élevés.

ANNEXE 3 : Le parachute doré, la « solution yéménite » de Wall Street

31 mai 2012 - <http://acrihene.net/2012/05/31/le-parachute-dore-la-solution-yemenite-de-wall-street/>

Pourquoi les actionnaires font-ils des cadeaux à leurs dirigeants les moins méritants ? Voilà une question qui laisse perplexe. Le fait que ses parachutes ne soient pas accordés au moment du licenciement mais à celui de l'embauche donne un premier indice. La théorie des jeux offre toute une série d'explications sur l'intérêt qu'ont les entreprises à promettre un bonus pour cause d'échec... tout un paradoxe !

Un raisonnement par induction inversé

Lorsque vous choisissez un mouvement aux échecs, vous devez analyser la réponse de votre adversaire à chaque mouvement envisageable. C'est sur la base de cette réponse, que vous choisirez votre propre mouvement. Autrement dit, le raisonnement que vous effectuez se fait dans l'ordre anti-chronologique. Un bon joueur tentera d'analyser les conséquences d'un mouvement dans plusieurs tours avant de choisir son action au tour actuel. En théorie des jeux, on appelle cela une résolution par backward induction (la traduction française de « raisonnement rétrograde » n'est franchement pas vendeuse). Voyons comment cela nous aide...

Décourager les dirigeants de s'accrocher à leur poste

Globalement, l'ensemble des raisonnements qui suivent relèvent essentiellement de la même idée : réduire l'aversion des dirigeants à leur licenciement. Le Golden Parachute est conçu au moment de l'embauche dans l'intérêt de l'entreprise qui en fait un instrument anticipant les situations dans lesquelles le risque de licenciement conduirait les dirigeants à agir contre l'intérêt de leur entreprise.

- Encourager les bons risques. Toute décision d'une entreprise repose sur l'appréciation d'une perspective de profit au regard des risques encourus. Or l'appréciation d'un risque dépend de la perspective retenue. A l'échelle d'un pays, les risques sont dilués par la loi des grands nombres (en lançant un dès, la probabilité d'obtenir seulement « 1 » est assez significative, mais si vous effectuez 1 000 lancers, vous êtes quasiment assurés d'avoir une moyenne de 3,5). Ce qui est vrai à l'échelle d'une nation est vrai dans la perspective des actionnaires de grands groupes, dont les intérêts sont totalement éparpillés. Au contraire, les intérêts des dirigeants sont concentrés dans leur entreprise et peut les conduire à un excès de prudence : ils n'ont qu'un seul dès. Le Golden Parachute est une assurance contre l'échec d'une stratégie a priori bonne. Il promeut le dynamisme contre la mollesse de dirigeants planqués. De ce point de vue, il aligne la perspective des dirigeants avec celle de la collectivité.
- Décourager la rétention d'informations. Les dirigeants ont une connaissance privilégiée de l'entreprise qu'ils président. Que doivent-ils faire lorsqu'ils détiennent une information ou un avis susceptible de provoquer leur licenciement ? Il semble clair que leur intérêt est de cacher le plus longtemps possible ces informations aux marchés. Le Golden Parachute, en réduisant pour le dirigeant le coût de son licenciement, réduit le risque d'une gestion mensongère.
- Promouvoir les rapprochements d'entreprises. Lorsqu'une entreprise fait face à une offre de rachat, les actionnaires demandent aux dirigeants de donner un avis consultatif. Vendre l'entreprise au prix offert, est-ce une bonne affaire au vu de ses perspectives ? Il est possible que la réponse soit positive mais que la fusion implique le changement des dirigeants. Auquel cas, ces

derniers auraient intérêt à tromper les actionnaires. A nouveau, le package de sortie réduit cette incitation pernicieuse.

- Simplifier les divorces. Lorsqu'une entreprise se sépare d'un dirigeant, elle se fâche avec quelqu'un dont le pouvoir de nuisance est immense. Il est assez fréquent de voir des dirigeants remerciés aller étaler leurs états d'âme dans la presse. Le Golden Parachute est ici le prix de la paix.

D'un point de vue éthique, les Golden Parachutes sont problématiques. Lorsque les actionnaires embauchent un dirigeant, ils ne peuvent s'empêcher de lui confier un pistolet pour leur tirer dans les pieds. Le Golden Parachute sert à racheter ce pistolet. Il rémunère la capacité de nuisance dont dispose tout dirigeant. Pour que le parachute fonctionne, il faut qu'il soit assuré contractuellement avant l'apparition des problèmes. Aussi, et de nombreux médias le négligent, les actionnaires ne peuvent rejeter que symboliquement le parachute doré au moment du licenciement. C'est un engagement contractuel sur lequel les actionnaires ne peuvent légalement pas revenir ! M. Gourgeon conservera son parachute malgré la décision de l'assemblée générale d'Air France !

Hélas, l'immoralité de ce mécanisme ne le rend pas moins utile et le supprimer sans lui trouver de remplaçant aurait des effets négatifs. En matière de diplomatie, les médias évoquent souvent la fameuse « solution yéménite » qui consiste à offrir une retraite acceptable à un dirigeant autoritaire afin qu'il accepte de renoncer au pouvoir sans effusion de sang, sortie de crise improbable lorsqu'il s'attend à un lynchage. Le Golden Parachute est la solution yéménite de Wall Street, immorale, mais bien pratique...

ANNEXE 4 : Salaires des patrons - comment en est-on arrivé là ?

Philippe Delvalée – Alternatives Economiques – 28/04/2009

La théorie de l'agence devait permettre que les dirigeants d'entreprise agissent dans le sens des intérêts des actionnaires, grâce à la mise en place d'outils incitatifs. Les bonus, les stock-options et les parachutes dorés ont bien profité aux managers, mais les autres bienfaits promis par cette théorie se sont révélés illusoires.

Aujourd'hui presque tout le monde en convient : les dirigeants des grandes firmes sont beaucoup trop payés et l'écart fantastique des rémunérations qui s'est creusé au sein des entreprises pose des problèmes non seulement de justice sociale, mais aussi, et de plus en plus, d'efficacité économique. Tant au niveau des entreprises elles-mêmes que de la société dans son ensemble. Mais comment en est-on arrivé à tolérer une telle dérive ?

L'origine de l'affaire remonte aux années 1930. Dans un ouvrage paru en 1932 et qui a fait date, Adolf Berle et Gardiner Means, deux chercheurs américains, montraient que le contrôle des actionnaires sur les dirigeants des grandes firmes s'était relâché avec le passage progressif, depuis le XIXe siècle, d'entreprises dirigées par leurs propriétaires familiaux à des sociétés anonymes, dont le capital est réparti entre un grand nombre de personnes qui ont recours à des managers salariés pour les diriger. Comme le rappellent Pierre-Yves Gomez et Harry Korine dans un ouvrage récent, il résultait de cette distanciation que *« les managers pourraient chercher à maximiser leur utilité propre au détriment de la maximisation du profit économique des propriétaires. (...) Ce n'est pas, pour Berle et Means, la cupidité des propriétaires qui explique la sous-performance dont pourrait pâtir l'ensemble de l'économie, c'est, au contraire, leur passivité. »* De nombreux travaux vont par la suite conforter cette thèse. Si bien qu'au début des années 1970, ce constat faisait quasiment consensus.

Le retour des actionnaires

A ce moment-là, cette situation a pourtant déjà commencé à être remise en cause, engageant la dynamique qui est probablement en train de se terminer aujourd'hui. Parallèlement aux changements qui interviennent dans les sociétés développées à cette époque, avec notamment l'arrivée au pouvoir de Ronald Reagan aux Etats-Unis et de Margaret Thatcher au Royaume-Uni, un certain nombre d'auteurs se font fort, en effet, de montrer que ce n'est pas parce que la propriété privée des grandes entreprises est morcelée en des mains innombrables qu'elle est incapable de se manifester et de contrôler les managers. C'est surtout la théorie de l'agence, développée notamment par des auteurs tels Michael C. Jensen et William H. Meckling[4], qui va servir à définir à quelles conditions il est possible que les dirigeants deviennent réellement disposés à aligner leurs intérêts sur ceux des

actionnaires. Selon cette théorie, le dirigeant salarié se trouverait en effet dans une relation dite « d'agence » pour le compte d'un « principal », l'actionnaire. Dans une telle relation, c'est au principal de mettre en place les dispositifs qui vont inciter l'agent à agir conformément au mandat reçu et sanctionner les dérives éventuelles.

Cette théorie part de l'idée que les dirigeants tendent à profiter de l'asymétrie d'information qui les avantage vis-à-vis des actionnaires : eux seuls savent ce qui se passe vraiment dans l'entreprise. Ils seraient également naturellement opportunistes : ils privilégieraient systématiquement leur propre intérêt et seraient prêts à profiter de toutes les failles du système. Enfin, leurs contrats de travail seraient inévitablement incomplets, car ils ne peuvent pas prévoir tous les cas de figure. Côté sanctions, on peut porter plainte contre les dirigeants qui ne respectent pas leurs obligations. Cependant, celles-ci sont souvent assez vagues et peuvent s'interpréter de bien des manières.

L'autre forme de sanction, c'est l'*exit* cher à l'économiste américain Albert Hirschman : en vendant les actions des firmes dirigées par des managers incompetents, les actionnaires le sanctionnent. Néanmoins, cette forme de sanction a pour conséquence de faire perdre de l'argent aux actionnaires puisque le fait de vendre tend à faire baisser le prix de l'action... D'où l'idée de se concentrer plutôt sur la rémunération des dirigeants : la carotte est considérée comme plus efficace que le bâton pour les amener à agir dans le sens des intérêts des actionnaires.

La carotte des bonus et des stock-options

La partie fixe de leur salaire doit tout d'abord garantir que, sur le marché des dirigeants, on a bien sélectionné les « meilleurs ». D'où une inflation continue. Mais c'est surtout la partie variable qui doit – sous forme de bonus ou de stock-options – permettre un alignement direct des objectifs des dirigeants sur ceux des actionnaires. En effet, ils lient désormais le niveau de leurs rémunérations à celui des actions. Bien entendu, ces incitations génèrent des coûts (dits « coûts d'agence ») : par exemple, la distribution d'actions gratuites ou de stock-options aux dirigeants accroît le nombre d'actions en circulation, elle dévalorise donc celles détenues par les actionnaires extérieurs en diluant le bénéfice par action. Ces coûts doivent rester inférieurs à l'augmentation du surplus destiné aux actionnaires. A cette réserve près, la conclusion semble imparable : dès lors que des incitations adéquates sont mises en place, les managers ont eux aussi intérêt à maximiser les profits des détenteurs de titres. Ce qui, plus largement, est censé permettre d'allouer les capitaux de façon optimale aux utilisations les plus efficaces. La boucle est bouclée : on retrouve la main invisible chère à Adam Smith...

Dans un tel contexte, que les dirigeants s'enrichissent beaucoup n'est donc pas un problème puisque cela profite à tout le monde. Aux actionnaires bien sûr, mais aussi à l'économie dans son ensemble, car la hausse du cours des actions de telle ou telle entreprise n'est que le signe de la bonne utilisation des capitaux mis à sa disposition. C'est pourquoi les diatribes mettant en cause le caractère exagéré des rémunérations perçues sont repoussées d'un revers de la main par les théoriciens de l'agence.

Pour eux, il n'est d'ailleurs même pas besoin non plus de chercher à justifier ces rémunérations par d'hypothétiques écarts de productivité entre les dirigeants et les salariés « normaux ».

Illusion

Cette construction intellectuelle s'effondre aujourd'hui. L'enrichissement incroyable des dirigeants d'entreprise apparaît de plus en plus comme un accaparement pur et simple de la richesse créée par l'entreprise au profit d'une infime minorité de ses acteurs. S'il en est ainsi, c'est notamment parce que les bienfaits promis par la théorie de l'agence se sont révélés en pratique largement illusoire. Les dirigeants ont continué à jouer pleinement de l'asymétrie d'information vis-à-vis des actionnaires extérieurs pour privilégier leurs propres intérêts : ils ont pris des décisions, juteuses pour leurs bonus à court terme, tout en sachant qu'elles seraient probablement négatives pour les actionnaires par la suite. Ils ont caché des informations défavorables, multiplié les opérations « hors bilan »...

Ils étaient d'autant plus incités à travestir la réalité que la part variable de leur rémunération était devenue plus importante, pesant en général plus de la moitié du total. Et, sur un plan macroéconomique, le type d'incitation mis en place pour leur rémunération a beaucoup contribué à rendre l'économie plus cyclique avec ses enchaînements de bulles et de krachs. Les dirigeants étaient en effet fortement encouragés à nourrir ces bulles spéculatives pour augmenter leurs propres revenus. D'autant qu'ils étaient protégés par des retraites chapeaux et autres parachutes dorés. C'étaient surtout leurs salariés qui faisaient les frais des krachs subséquents.

Reste maintenant à inventer les nouveaux modes de rémunération des dirigeants, mais aussi plus généralement le mode de gouvernance des sociétés qui permettra à l'avenir d'éviter ces pièges et de rétablir la cohésion du corps social que constitue une entreprise. Une cohésion non seulement souhaitable moralement, mais aussi indispensable à l'efficacité même de leur activité économique...

x x x x x
x x x
x