



# Les **histoires** racontées aux **actionnaires**

**Pourquoi raconter des histoires aux actionnaires ? Telle est la question à laquelle cet article s'efforce de répondre. À partir de la présentation de différents cas et en s'appuyant sur le paradigme de la finance comportementale, cet article explique la rationalité qui se trouve dans le fait de raconter des histoires aux actionnaires. Il met ainsi en lumière le rôle des histoires dans le processus d'investissement. Les points communs à ces récits sont l'absence d'une rationalité étayée par l'analyse « objective » de chiffres et le recours à l'émotion, aux valeurs de l'entreprise, voire aux sentiments. Notre thèse est que les récits, contrairement aux chiffres et aux analyses quantitatives, permettent de faire appel à l'intuition des actionnaires.**

Un gérant de fonds déclarait récemment<sup>2</sup> : « Nous investissons sur des "histoires", en laissant aux dirigeants le temps de mettre en œuvre leur stratégie, de les laisser mûrir et, quand le temps est venu, d'en retirer les fruits. Souvent, nous allons jusqu'à la fin de l'histoire, puisque nous prenons notamment nos bénéfices lorsque la société est rachetée avec une prime généreuse. » Bien qu'à l'opposé de la gestion alternative et/ou quantitative, cette stratégie semble porter ses fruits puisque le fonds en question collectionne les prix d'excellence et affiche cinq étoiles Standard & Poor's. Les histoires font donc bien parti du paysage des financiers.

Mais pourquoi raconter des histoires aux actionnaires ? Les motivations des conteurs sont multiples d'autant plus que les actionnaires sont eux-mêmes différents. Dans tous les cas cependant il s'agit de raconter une histoire pour qu'elle s'inscrive, voire se grave, dans les mémoires des actionnaires. Selon Bruner (1996), la narration est le mode privilégié de création de sens des gens ordinaires. Est-ce à dire que les actionnaires sont des « gens ordinaires » ? D'une certaine façon, oui et non. Les petits actionnaires sollicités pour les opérations de privatisation

1. L'auteur tient à remercier sincèrement un des lecteurs des articles de ce dossier pour ses remarques constructives qui ont permis d'enrichir ce texte.

2. *Les Échos*, 10-11 décembre 2004.

ou des augmentations de capital relèvent bien de cette catégorie de personnes. Par contre, s'agissant des investisseurs professionnels on peut en douter. Et pourtant, même ces professionnels ont recours aux histoires. Au-delà de la simple communication financière obligatoire, l'histoire va permettre de donner du sens aux projets des dirigeants, d'associer les actionnaires à la vie de l'entreprise et *in fine* de s'assurer de leur fidélité. C'est généralement lors des moments forts de la vie de l'entreprise que les dirigeants vont raconter des histoires aux actionnaires. Tout d'abord à l'occasion de l'introduction en Bourse de la société, ensuite lors d'augmentations de capital et enfin, à l'occasion des batailles pour le contrôle (OPA et OPE). Ces moments forts sont alors l'occasion de rappeler les « valeurs » de l'entreprise, sa vision de l'avenir, ses projets et ses ambitions. Au-delà de ces « histoires » racontées d'autres moyens sont parfois utilisés par les dirigeants pour attirer et/ou fidéliser des actionnaires. Il s'agit notamment des manipulations comptables qui visent à améliorer la situation financière de l'entreprise lors de la présentation des comptes à l'assemblée générale : lissage des résultats, gonflement du chiffre d'affaires, sous-estimation de l'endettement, etc. L'actualité récente (Albouy et Perrier, 2003) nous montre malheureusement que de tels comportements ne sont pas exceptionnels et que la tentation d'améliorer « la photo » est internationalement partagée. Afin de limiter le champs de cet article nous écartons cette dimension frauduleuse de l'information financière (ou encore les manipulations comptables) pour nous en tenir qu'aux

histoires visant à donner du sens aux projets des dirigeants. Cela ne signifie pas bien sûr que toutes ces histoires sont vraies ni qu'elles soient toujours fausses.

Dans la théorie financière classique, la place réservée aux histoires racontées aux actionnaires est pratiquement nulle. Tout au plus, on peut trouver l'exposé de quelques pratiques financières qui, lorsqu'elles sont contraires aux préceptes de la théorie, font l'objet de railleries ou alors d'hypothèses sur le comportement opportuniste des dirigeants supposés agir avec cynisme dans le seul but de maximiser leur propre fonction d'utilité. Cette vision est cohérente avec la principale hypothèse de cette théorie financière classique, à savoir le comportement rationnel de l'investisseur : un être qui utilise toutes les informations disponibles et qui maximise son espérance d'utilité. Dans un tel monde, inutile de raconter des histoires sur la vie de l'entreprise, seul compte l'arbitrage rentabilité-risque cher aux fondateurs de la théorie de la gestion de portefeuille : Markowitz (1952), Sharpe (1964), Mossin (1965) et Lintner (1965). Et pourtant, les dirigeants racontent bien des histoires à leurs actionnaires. C'est ce que cet article tend à montrer à partir d'exemples tirés de la vie des affaires. Mais observer ce comportement n'est pas suffisant. Encore faut-il essayer de l'expliquer, voire de le justifier. Pour cela nous faisons appel au cadre théorique développé par D. Kahneman et V. Smith qui ont remis en cause le paradigme de l'investisseur rationnel et qui ont ouvert la voie à ce que l'on appelle la « finance comportementale » (*behavioral finance*)<sup>3</sup>. L'hypothèse que nous formulons

3. Sur ce sujet voir l'ouvrage de Aftalion (2004) et un dossier de la *Revue française de gestion* (vol. 31, n° 157, juillet-août 2005) est consacré à ce thème de recherche prometteur.

est que les histoires racontées aux actionnaires ont fondamentalement pour mission de déclencher des pensées intuitives chez les investisseurs et plus particulièrement les petits actionnaires. Ces pensées intuitives déclenchent à leur tour des décisions comme, par exemple, souscrire à une introduction en Bourse, participer à une augmentation de capital ou encore apporter ses titres à une offre publique d'achat ou d'échange.

Cet article est structuré de la façon suivante. Dans une première section, nous présentons le cadre théorique et une typologie des histoires racontées aux actionnaires. La deuxième section illustre notre typologie à partir de quatre situations réelles d'entreprises qui nous ont paru emblématiques et qui montrent l'impact des histoires sur le comportement des investisseurs. Ces histoires recouvrent un champ relativement large. Il recouvre aussi bien un discours purement promotionnel (l'aventure du tunnel sous la Manche); un discours managérial qui revêt toutes les apparences de la rationalité mais qui est en fait biaisé parce que s'appuyant sur une vision tronquée des résultats financiers (France Télécom); la légitimation idéologique d'une structure de pouvoir (Lagardère); une campagne de communication lors d'une OPA jouant ouvertement et sans fard de métaphores (Sanofi-Aventis). Les points communs à ces récits sont l'absence d'une rationalité étayée par l'analyse « objective » de chiffres et le recours à l'émotion, aux valeurs de l'entreprise, voire aux sentiments. Loin de nous de laisser croire que seuls les chiffres sont porteurs de rationalité et de vérité, et que les histoires ne seraient que mensonges ou manipulations. Notre thèse est que les récits, contrairement aux

chiffres et aux analyses quantitatives, permettent de faire appel à l'intuition des actionnaires. L'histoire racontée aux actionnaires se caractérise, selon notre approche, comme un recours discursif s'adressant à la pensée intuitive plus qu'à la pensée rationnelle. Bien qu'il soit probable que tout processus de décision combine pensée créatrice (émotion, imagination, métaphore) et pensée logique (déduction, induction, causalité, relations statistiques, etc.), cet article met volontairement l'accent sur une approche comportementale.

## **I. – LES HISTOIRES AU SECOURS DE LA RATIONALITÉ LIMITÉE DES ACTIONNAIRES**

L'expérience montre que même les gérants professionnels de portefeuilles attachent la plus grande importance à la personnalité du P-DG d'une entreprise cotée, à son parcours et à l'histoire de l'entreprise dans leurs choix de titres. Leur credo est que les bons chefs d'entreprise font les bonnes valeurs. Aussi multiplient-ils les entretiens en tête à tête avec les P-DG et directeurs financiers et observent-ils à la loupe leurs parcours, l'histoire de l'entreprise et ses valeurs.

Plusieurs séries d'explications peuvent être avancées pour expliquer le fait que les investisseurs (tout au moins certains d'entre eux) n'agissent pas toujours de façon rationnelle comme le voudrait la théorie financière classique. Tout d'abord, ils n'ont pas toujours accès à toute l'information leur permettant de faire des choix qui maximisent leur espérance d'utilité dans une situation d'incertitude. Il en va notamment ainsi pour les probabilités associées aux différents états de la nature qui vont impacter la

rentabilité de leurs investissements. De plus, ils ne sont pas toujours capables d'analyser les décisions auxquelles ils sont confrontés compte tenu de leur complexité. Que l'on songe notamment à la valorisation d'une entreprise qui s'introduit sur le marché ou à la décision d'apporter ses titres lors d'une OPA. Par ailleurs, ils sont aussi victimes « d'illusions financières », semblables d'une certaine façon aux illusions d'optique. La distribution d'actions « gratuites » constitue un bon exemple de cette illusion financière qui consiste à faire croire aux (petits) actionnaires qu'ils sont plus riches car leur nombre d'actions a augmenté. Enfin, d'autres facteurs que le montant de la richesse accumulée interviendrait dans les décisions réelles. Bref, les investisseurs, comme tout les êtres humains, ne se comporteraient pas de façon aussi rationnelle que le prétend la théorie financière. L'objet de cette section est de montrer en quoi cette rationalité limitée, chère aux chercheurs de la finance comportementale, permet de comprendre l'utilité des histoires racontées aux actionnaires.

### **1. Rationalité limitée et décisions intuitives**

En 2002, le prix Nobel d'économie était décerné à deux chercheurs, Daniel Kahneman et Vernon Smith, pour leurs travaux sur le comportement des individus face à des décisions économiques en situation d'incertitude. Vernon Smith a été récompensé pour avoir été un des leaders du développement de l'économie expérimentale ; l'idée que l'on peut tester de nombreuses propositions économiques dans un labora-

toire en réalisant des expériences contrôlées. Daniel Kahneman, en collaboration avec Amos Tversky, a démontré que les individus se comportent systématiquement de manière moins classique que les économistes traditionnels ne le pensent. À partir de l'observation des comportements réels des individus en situation d'incertitude, il apparaît que ces derniers ne se comportent pas toujours de façon conforme au paradigme de l'individu rationnel qui utilise toute l'information disponible pour choisir les investissements qui maximisent l'espérance de son utilité. Sans prétendre faire ici une synthèse des travaux de Kahneman<sup>4</sup>, nous reprenons ci-dessous quelques résultats importants de ses recherches qui nous semblent susceptibles de justifier l'existence des histoires racontées aux actionnaires.

#### *De la mise en évidence d'anomalies et de contradictions dans le comportement humain*

Un des résultats importants de Kahneman et Tversky est d'avoir démontré que les attitudes des individus vis-à-vis du risque pouvaient être différentes selon qu'il s'agit de gains ou de pertes. Par exemple, face au choix (A) d'obtenir \$ 1 000 avec certitude ou (B) de gagner \$ 2 500 avec 50 % de chances ou rien avec 50 % de chances, de nombreux individus préfèrent l'option A, bien que l'espérance de gain de l'option B (\$ 1 250) soit supérieure. Cette attitude d'aversion au risque est bien connue par les économistes financiers et se trouve à la base des modèles rentabilité-risque (Markowitz, Sharpe, Mossin, Lintner) développés en

4. Pour une présentation plus complète de ses travaux voir la conférence prononcée par Kahneman lors de la remise du prix Nobel, 8 décembre 2002.

finance et de la notion de prime de risque du modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF). Mais, ce que Kahneman a également montré c'est que confronté au choix de perdre 1 000 dollars avec certitude ou de perdre 2 500 dollars avec 50 % de chances, les mêmes personnes qui choisissaient l'option certaine en cas de gain préféraient l'option risquée en cas de pertes. Ceci n'est pas forcément irrationnel, mais une telle asymétrie dans le comportement doit être prise en compte pour comprendre les choix que font les êtres humains dans les situations risquées. Ainsi la minimisation de la peine produite par des décisions qui se révèlent mauvaises fait donc partie du processus décisionnel de l'individu.

Par ailleurs, la compréhension du comportement humain face au risque nécessite de prendre également en compte la formation des probabilités subjectives dans la prise de décisions et non pas seulement des probabilités objectives ou observées. Or, de nombreuses expériences démontrent que les probabilités subjectives sont parfois éloignées des probabilités objectives. Ainsi Bernstein (1996) rapporte une étude de Tversky qui montre que les individus ont tendance à sous estimer la probabilité de mourir de causes naturelles et à surestimer celle de mourir de causes non naturelles. Cette « mauvaise » appréciation du risque de mourir a forcément un impact sur le comportement humain face aux différentes causes de mortalité. De même, on peut penser que les investisseurs n'ont pas toujours une bonne appréciation des risques qu'ils prennent en décidant d'investir dans tel ou tel actif. Or, les modèles financiers classiques supposent généralement que les

décideurs sont capables d'estimer ces risques ne serait-ce qu'en se fondant sur l'observation du passé (par exemple les distributions des taux de rentabilité observés des actions). À titre d'illustration de cette mauvaise appréciation des risques, citons le cas de certains individus qui ont le *senti-ment* que lorsque dans un jeu de pile ou face l'un des côtés est sorti plusieurs fois de suite (par exemple 6 fois), la probabilité pour que l'autre côté sorte est supérieur à 50 %, comme si cette face avait un retard à rattraper sur l'autre ; ce qui est évidemment faux si la pièce n'est pas pipée. Ce sentiment de retour à la moyenne s'observe également dans certaines pratiques d'achat ou de vente de titres.

#### *De l'importance de l'intuition dans la prise de décision*

Le modèle dominant en finance est celui de la rationalité de l'investisseur. Ce dernier est généralement supposé agir (acheter ou vendre) en fonction d'un raisonnement plus ou moins sophistiqué, généralement formalisé et faisant appel à des anticipations ou des scénarios sur le futur. Même le modèle d'évaluation le plus simple, comme celui du *Price Earning Ratio* (PER) qui indique que la valeur d'une action est égale au produit du bénéfice par action par le PER, nécessite de faire des prévisions sur le bénéfice futur de la société et de porter un jugement sur le « bon niveau » du PER. Les autres modèles d'évaluation, notamment ceux fondés sur l'actualisation des *cash flow* futurs<sup>5</sup>, nécessitent encore plus de données et de formalisation. Bref, sans entrer dans une discussion plus approfondie sur ces modèles d'évaluation financiers, retenons à ce stade que la

5. Voir Albouy (2003).

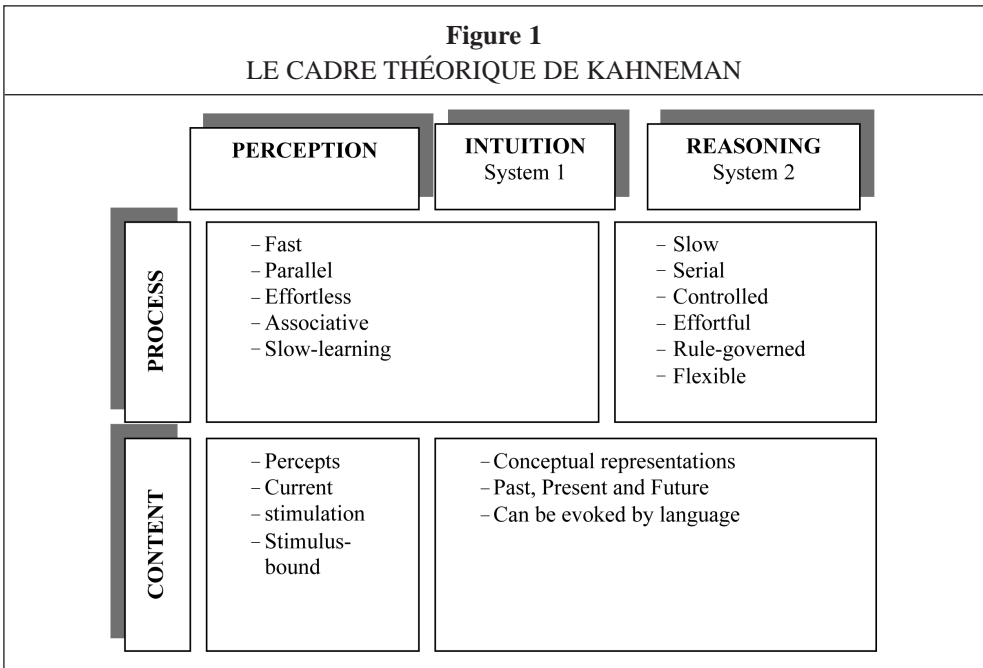
prise de décision fondée sur ces modèles passe par un processus fondé sur le raisonnement. Un tel processus nécessite forcément beaucoup d'efforts pour collecter des données et de connaissances théoriques de la part de l'investisseur. Face à ces difficultés, il est possible au décideur d'échapper à ce processus en faisant appel à son intuition et/ou sa perception concernant la valeur de l'action qu'il considère.

Depuis de nombreuses années la distinction entre intuition et raisonnement a fait l'objet de recherches considérables (parmi d'autres, voir Epstein (1994), Hammond (1996), Jacoby (1996)). Dans sa leçon inaugurale pour le prix Nobel, Kahneman a commenté la figure 1 repris ci-après.

La figure 1 distingue le contenu du processus décisionnel. Le processus peut faire appel à la perception, à l'intuition ou au raisonnement. Il existe un fort consensus sur les caractéristiques qui distinguent les deux

processus cognitifs, que Stanovich et West (2000) ont appelé système 1 et système 2. Dans le cas de l'intuition (système 1), le processus de décision est rapide, automatique, sans effort, associatif, avec un apprentissage lent. Dans le cas du raisonnement (système 2), le processus de décision est lent, coûteux en termes d'efforts et gouverné par des règles. Les deux systèmes (1 et 2) font appel à des contenus qui comportent des représentations conceptuelles, qui concernent aussi bien le passé que le présent ou le futur, et qui peuvent être évoqués par le langage. Dans ce modèle, les systèmes de perception et d'intuition génèrent des *impressions* sur les attributs des objets. Ces impressions ne sont pas volontaires et ne nécessitent pas d'être explicitées verbalement. Au contraire, les *jugements* sont toujours explicites et intentionnels. Ainsi, le système 2 est toujours impliqué dans les jugements, que leurs origines proviennent

**Figure 1**  
LE CADRE THÉORIQUE DE KAHNEMAN



d'impressions ou de raisonnements délibérés. Le concept central développé par Kahneman dans l'analyse des jugements intuitifs et des préférences est la dimension de l'accessibilité: la facilité avec laquelle un contenu mental particulier vient à l'esprit. Une propriété caractéristique des pensées intuitives est qu'elles viennent à l'esprit spontanément, comme des perceptions. Kahneman et Tversky ont été parmi les premiers à remarquer que de nombreuses décisions dépendent de la manière (*frame*) dont les problèmes sont présentés.

L'hypothèse que nous formulons est que les histoires racontées aux actionnaires ont justement pour mission de déclencher des pensées intuitives chez les actionnaires, notamment les investisseurs individuels. En effet, pour ces actionnaires qui n'ont ni le temps, ni bien souvent les compétences pour apprécier la valeur des actions, la perception qu'ils se font de l'entreprise dans laquelle ils décident d'investir joue un rôle fondamental. En faisant appel à l'intuition (système 1) ces investisseurs se dispensent d'un raisonnement difficile et laborieux car nécessitant une collecte et un traitement des informations financières pertinentes. On peut ainsi penser que beaucoup d'opérations financières réalisées en direction des actionnaires individuels – comme par exemple les privatisations ou les batailles pour le contrôle des sociétés – utilisent ce type de processus décisionnel.

## 2. Une typologie des histoires racontées aux actionnaires

Pour construire cette typologie nous distinguons deux horizons de gestion pour l'actionnaire: le long terme et le court terme. Nous distinguons également le statut accordé à l'actionnaire: simple investisseur ou associé.

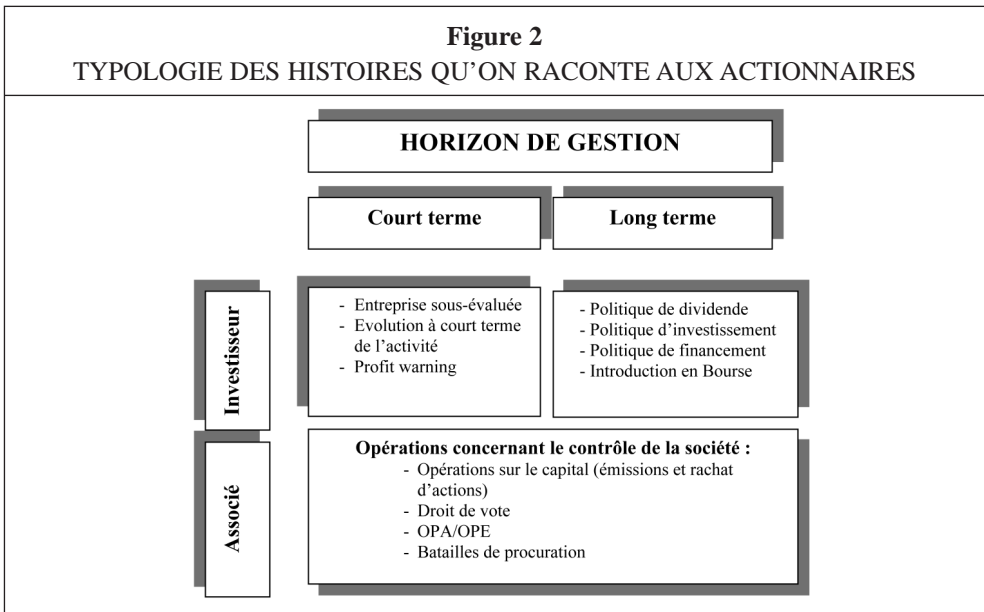
La distinction liée à l'horizon de gestion nous paraît importante car selon que l'actionnaire se place dans une perspective de court terme son comportement est vraisemblablement différent de celui qu'il aurait s'il investissait à long terme. Un actionnaire ayant un horizon à long terme analysera les grandes tendances de l'entreprise et de son secteur ainsi que ses principales politiques notamment en matière d'investissement, de financement et de dividende. Il aura tendance à faire des moyennes en baisse en cas de chute de l'action en achetant de nouveaux titres et d'alléger ses positions en cas de forte hausse. Bref, il fera davantage appel au raisonnement financier traditionnel. Il sait qu'à long terme, une entreprise bien gérée doit créer de la valeur. L'évolution à long terme, voire à très long terme, des marchés qui montre que l'investissement en actions offre les meilleures perspectives de gain le conforte dans ses choix rationnels. Tout autre est le comportement de l'actionnaire dont l'horizon de gestion est à court terme, voire à très court terme. Ce dernier sera plus tenté de « faire des coups », de s'intéresser aux rumeurs qui circulent sur le titre et de lire dans l'évolution des cours passés le futur immédiat du titre à partir d'une analyse chartiste. Il va s'intéresser aux entreprises sous-évaluées (même momentanément) et aux introductions en Bourse, comme l'actionnaire à long terme, mais dans une perspective de revente rapide. Il va étudier l'évolution à court terme de l'entreprise et être à l'affût des dernières nouvelles, des *profit warnings*, voire des histoires que l'on raconte. Cet actionnaire va davantage faire appel à son intuition qu'à un raisonnement financier.

Le statut accordé à l'actionnaire par les dirigeants est également important. Certes, tout

actionnaire est par définition à la fois investisseur et associé de l'entreprise. Alors pourquoi cette distinction ? Parce que selon le type d'opérations financières considérées les dirigeants vont faire appel à l'actionnaire en tant qu'investisseur et dans d'autres ils vont le traiter en associé de la direction. C'est notamment le cas dans les opérations de fusions et d'acquisitions et plus généralement dans toutes les opérations qui touchent à la répartition du pouvoir au sein du conseil d'administration. Les offres publiques d'achat (OPA) et les batailles de procurations (appelées *proxi fights* dans la littérature anglo-saxonne) sont des moments privilégiés pour observer le comportement des dirigeants à l'égard de leurs actionnaires individuels et d'étudier les histoires qu'ils leur racontent. Dans de tels moments, où la passion prend souvent le pas sur la raison, l'appel au jugement intuitif est manifeste. On va s'efforcer de déclencher un réflexe d'adhésion au projet

de défense de l'entreprise face à des « prédateurs ». La force des histoires va être mobilisée dans de telles circonstances. La figure 2 montre cette typologie qui permet de classer les histoires que l'on raconte aux actionnaires.

Le raisonnement financier s'applique essentiellement aux investisseurs ayant un horizon de gestion à long terme. Il s'agit pour eux d'apprécier sur la base d'analyses approfondies (approche fondamentale) la valeur de l'entreprise sur la base de ses principales politiques financières : investissement, financement et dividende. Ceci étant, les dirigeants vont également dans ce cas raconter des histoires, notamment sur les perspectives à long terme de l'entreprise. Ils utiliseront pour cela des chiffres comme les montants des investissements, la structure financière et la politique de dividende. À noter que la force de certaines histoires, comme on le verra dans le cas d'Eurotunnel, peut arriver à reléguer au





second plan le raisonnement financier classique même pour un investisseur individuel à long terme.

## II. – QUELQUES ILLUSTRATIONS D'HISTOIRES RACONTÉES AUX ACTIONNAIRES

Autant d'entreprises que d'histoires serions nous tentés d'affirmer. Néanmoins, certaines sociétés font plus parler que d'autres. Par leur taille, les sommes en jeu, l'originalité de leur projet, leur dimension sociétale, certaines firmes se retrouvent sous les feux des projecteurs. L'objet de cette section est d'illustrer à partir de cas récents d'entreprises la force des histoires racontées aux actionnaires pour les fidéliser et/ou obtenir leur voix dans les batailles visant le contrôle de la société. Les quatre cas présentés illustrent la typologie précédente. Le cas de France Télécom montre une histoire qui s'adresse aux investisseurs dans une perspective à court terme : il s'agit de développer une argumentation visant à démontrer que le marché sous-évalue temporairement l'entreprise. Eurotunnel est un cas emblématique de la force des histoires pour convaincre des petits actionnaires d'investir à long terme malgré tout ce qu'un raisonnement rationnel peut induire. Les deux derniers cas (Lagardère et Sanofi) concernent des histoires qui relèvent des opérations de contrôle des entreprises.

### 1. L'histoire classique du marché qui ne comprend pas

Il serait fastidieux de recenser toutes les déclarations de dirigeants qui estiment que le marché sous-évalue leur entreprise ou n'intègre pas correctement les effets de leur politique d'investissement. À l'appui de ces

déclarations se trouve également l'idée que le marché est incapable de vision à long terme du fait de sa myopie. Un bel exemple de l'histoire du marché qui ne comprend pas la stratégie de l'entreprise nous est fourni par France Télécom.

Dans sa lettre d'avril 2002 aux actionnaires, Michel Bon, alors P-DG de France Télécom déclarait : « *Ce que les marchés, me semble-t-il, ne mesurent pas pleinement encore, c'est l'effet que produira dans nos comptes la formidable transformation récente de France Télécom. Près des deux tiers de nos activités s'exercent désormais dans les métiers neufs que sont le mobile, internet ou les transmissions de données. En gagnant des clients, en faisant des économies d'échelle, en un mot, en gagnant en maturité, toutes ces activités se mettent à générer de plus en plus de ressources disponibles. Et c'est la montée en puissance de ce nouveau France Télécom qui, en remboursant sa dette, rendra confiance au marché.* »

À l'époque, en avril 2002, l'action France Télécom cotait 30 euros au plus haut (après avoir touché un plus haut à 189 euros le 2 mars 2000). Deux ans plus tard, en avril 2004, loin de se redresser l'action cotait 22 euros, soit une baisse de 27 % par rapport à la déclaration de Michel Bon. Ainsi, visiblement les marchés n'ont pas réussi à mesurer en deux ans le redressement annoncé du groupe et l'action a continué à s'enfoncer. Pour expliquer la première perte nette du groupe qui s'élevait au chiffre très élevé de 8,28 milliards d'euros, le P-DG utilisa l'argument comptable des provisions. Ces provisions (10,2 milliards d'euros) ont dû être passées sur certaines acquisitions dont la valeur avait baissée : « pour celles qui ne valent plus aujourd'hui

le prix payé, il m'a semblé prudent d'en tirer les conséquences, en inscrivant dans nos comptes les provisions correspondantes » expliquait Michel Bon. Comme chacun sait que les provisions ne sont que des écritures comptables, l'histoire racontée aux actionnaires insistait sur les bons résultats opérationnels du groupe. C'est ainsi que la lettre d'information insistait sur l'amélioration des résultats opérationnels et notamment le célèbre EBITDA<sup>6</sup> en faisant remarquer que ce solde augmentait de 14 %. Le tableau 1 reprend les chiffres de la communication faite aux actionnaires lors de l'annonce de cette perte historique.

Le fait que le groupe ait dû passer plus de 10 milliards d'euros de provisions sur la dépréciation de certains actifs (en fait des acquisitions trop chères payées), ne faisait pas l'objet de plus amples précisions. Ces provisions « expliquaient » simplement la perte nette – comptable – pour 2001. L'essentiel, selon la lettre aux actionnaires, était dans le fait que France Télécom obtenait en

2001 « les meilleurs résultats opérationnels de son histoire » et que le groupe était devenu un « leader européen ». Si ces résultats opérationnels étaient effectivement les plus élevés jamais atteints par France Télécom – du fait de la croissance externe du groupe – la perte nette était également la plus élevée de l'histoire de l'entreprise.

En réalité, le marché n'a pas été dupe comme le montre le graphique de la figure 3 qui permet de voir l'évolution de l'action France Télécom de 1998 à 2005. La dépréciation des actifs de France Télécom correspondait bien à une véritable perte de valeur pour les actionnaires et non pas une simple écriture comptable. Les dirigeants de France Télécom en réalisant de nombreuses acquisitions pour trouver de nouveaux « relais de croissance » au moment de la bulle internet ont surpayé leurs cibles, et avec le dégonflement de la bulle il a bien fallu en tirer les conséquences dans les comptes. La baisse de

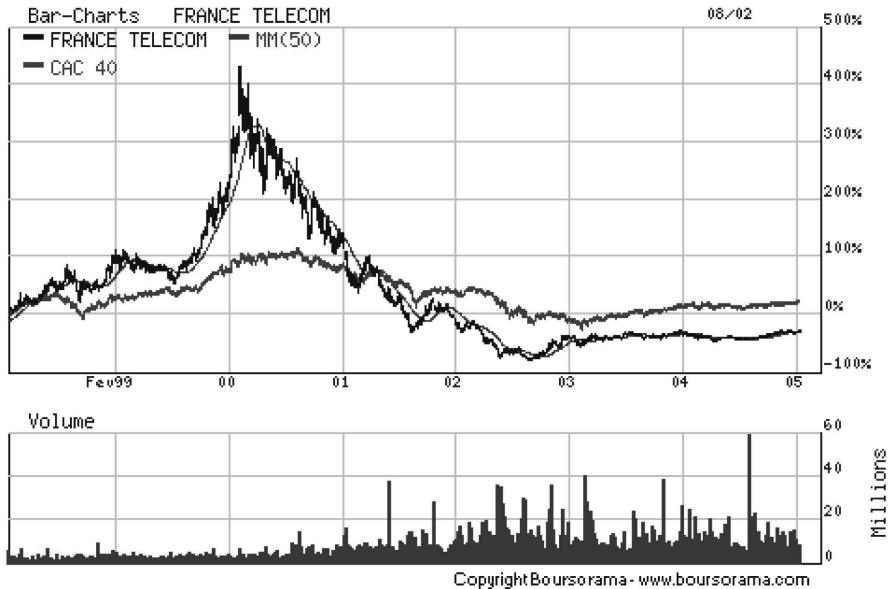
**Tableau 1**  
LES CHIFFRES CONSOLIDÉS DU GROUPE FRANCE TÉLÉCOM  
(en milliards d'euros)

	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>Variation</b>
Chiffre d'affaires	33,67	43,03	+ 27,8 %
EBITDA	10,81	12,32	+ 14,0 %
Résultat opérationnel	4,86	5,20	+ 7,1 %
Résultat net avant amortissement des écarts d'acquisition et provisions exceptionnelles	4,75	5,02	+ 5,7 %
Résultat net part du groupe	+ 3,66	- 8,28	n.s.

Source : *La lettre de l'actionnaire*, France Télécom, n° 6, avril 2002.

6. *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*. Le sigle (EBITDA) de ce solde intermédiaire issu de la comptabilité anglo-saxonne était présenté tel quel dans la lettre d'information des actionnaires.

**Figure 3**  
ÉVOLUTION DES COURS DE L'ACTION FRANCE TÉLÉCOM DE 1998 À 2005



l'action ne reflète que cette malheureuse politique qui a détruit beaucoup de valeur pour les actionnaires.

Nous pourrions croire que du fait d'un tel parcours boursier, les actionnaires, notamment les petits, auraient retiré leur confiance à cette société et auraient hésité à « remettre au pot ». Tel n'est pas le cas si on en juge par la réussite de l'augmentation de capital géante que l'opérateur a lancé en 2003 pour parachever son redressement. En effet, le 24 mars 2003 France Télécom faisait appel à ses actionnaires pour un montant de 15 milliards d'euros sur la base de 14,50 euros par action nouvelle loin des 27,75 euros de l'introduction en Bourse en 1997. Cette opération qui revenait à pratiquement doubler le nombre d'action était fortement dilutive pour les actionnaires. Preuve que le

marché n'est pas rancunier et que les investisseurs continuent à y croire...

## 2. La belle histoire d'Eurotunnel

Eurotunnel constitue à plusieurs titres une parfaite illustration de la force des histoires que l'on raconte aux actionnaires. Projet pharaonique par sa dimension et son coût, le projet de construction du tunnel sous la Manche a été financé essentiellement par des actionnaires individuels et des banques. Entièrement financé par le secteur privé, selon la volonté du gouvernement britannique de l'époque, le tunnel sous la Manche n'aurait pas vu le jour sans l'apport des petits porteurs sollicités entre 1987 et 1994.

À l'origine du projet, les responsables politiques et les banquiers n'ont cessé de vanter

la solidité et la pérennité de l'entreprise. Acheter de l'Eurotunnel était le placement de « père de famille » par excellence. L'un des dirigeants assurait<sup>7</sup> en mars 1987: « Nous prévoyons une rentabilité annuelle de 17,5 % du capital investi, et même en cas de catastrophe cette rentabilité demeurerait comparable à celle d'un placement sans risque. » Seule la Commission des opérations de Bourse (COB), dans son visa sur le prospectus d'Eurotunnel de 1987, précisait que le projet impliquait « un certain risque que le souscripteur ne doit pas tenir pour négligeable ». En fait, outre les risques technologiques pesant sur le coût de la construction du tunnel qui était véritablement une aventure technologique, il fallait compter avec un risque économique important dû à l'importance des coûts fixes d'exploitation et avec un risque financier considérable compte tenu du montage financier retenu. Contrairement à ce qu'annonçait la publicité au moment de l'introduction en Bourse, une analyse financière approfondie utilisant les concepts classiques du *raisonnement financier* aurait montré que l'action Eurotunnel était loin d'être un titre de père de famille. C'est pourtant ce que les milliers d'actionnaires individuels ont cru sur la foi de l'histoire qui leur a été racontée. Le parcours boursier de l'action a confirmé ce diagnostic. Malheureusement, pour la très grande majorité des petits actionnaires (surtout français) qui ont cru à *la force de l'histoire* du plus grand « gigantesque péage du monde » l'aventure s'est soldée par des pertes considérables. Comment pouvaient-ils alors imaginer que, contrairement aux prévisions faites à l'époque pour l'année 2003, les 36 millions de voyageurs par an

ne seraient finalement que 12 et que les 18 millions de tonnes de fret escomptées ne dépasseraient pas 1,8 million ?

En janvier 1998 pour éviter le dépôt de bilan, la société a signé avec ses banquiers (174 établissements) un plan de restructuration de sa dette qui s'élève en 2004 à 9 milliards d'euros pour seulement 1,7 milliard de fonds propres. Mais progressivement les banques se sont dégagées en cédant leurs créances sur le marché secondaire. Considérant que leur créance avait peu de chances de jamais retrouver sa valeur faciale, nombre d'établissements ont en effet préféré prendre leur perte en cédant leur engagement sur le marché secondaire à des fonds spéculatifs (*hedge funds*). Si aucune solution de refinancement n'est trouvée avant 2006 – date de démarrage du remboursement de la dette junior – Eurotunnel va être confronté à un risque de défaillance. C'est dire l'impasse financière dans laquelle se trouve l'entreprise. Ce sombre diagnostic se trouve conforté par le fait qu'en 2003, la trésorerie d'exploitation après investissement n'a couvert qu'à 90 % les intérêts de la dette.

Face à cette situation de quasi faillite, les petits actionnaires se sont rebellés. La colère des actionnaires trouve son origine dans les problèmes récurrents du concessionnaire du tunnel: en dépit d'une embellie en 2002, Eurotunnel ne gagne pas assez d'argent pour faire face au coût de sa dette, estimée à 9 milliards d'euros. En 2003, tous les clignotants sont passés au rouge: le chiffre d'affaires (- 5 %, à 813 millions d'euros), le bénéfice d'exploitation (- 18 %), et surtout une perte considérable (1,9 milliard d'euros). Introduite à

7. *Le Monde*, 7 avril 2004.

3,90 euros le 10 décembre 1987, l'action Eurotunnel ne valait plus que 0,58 euro le 5 avril 2004 après avoir coté au plus haut 19,34 euros en mai 1989. Avant même l'issue des trois assemblées générales du groupe Eurotunnel qui ont réunis plus de 2000 actionnaires le 7 avril 2004, le conseil d'administration de l'exploitant du tunnel sous la Manche savait qu'il serait révoqué sur un score sans appel, et remplacé par les opposants à la direction emmenés par Nicolas Miguet. Parmi les 14 résolutions rejetées celle visant à l'approbation des comptes sociaux 2003 n'a recueilli que 36,8 % de suffrages favorables de même que celle sur l'affectation des résultats. Le candidat à la direction soutenu par le conseil d'administration, Philippe Bourguignon, ne réunissait sur son nom que 36,3 % des votes<sup>8</sup>.

Remontés à bloc contre la direction d'Eurotunnel, les petits actionnaires (près de 2000 personnes) ont transformé, selon l'expression du journal *Les Échos* (8 avril 2004) l'assemblée générale en « tribunal révolutionnaire ». Un petit actionnaire depuis l'origine déclarait : « Avec 30000 actions pour un prix de revient par titre de 13 francs, j'ai suivi toutes les augmentations de capital. On nous a berné avec de fausses prévisions, des bilans fallacieux, et la direction actuelle ne fait rien pour traiter la dette, alors que les banques ont une rentabilité de 6,5 % depuis quinze ans. Ça suffit ». Un autre déclarait : « Les banques s'en mettent plein les poches et l'actionnaire trinque depuis quinze ans ». La fronde des petits actionnaires d'Eurotunnel n'a pas été davantage gouvernée par

la raison que leur décision d'investissement initiale et le marché n'a pas sanctionné positivement la prise de pouvoir par les contestataires. Encore une fois ils ont cédé à la force des histoires, même les plus invraisemblables comme la renégociation de la dette et une aide en provenance des États (garantie de la dette, réduction des aides indirectes perçues par les concurrents, politique volontaire en faveur du transport ferroviaire de fret, etc.). Selon Colette Neuville, présidente de l'Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM) : « Les actionnaires ne se sont pas posé les bonnes questions et ont adhéré à un nouveau projet fondé exclusivement sur la renégociation de la dette. Or jusqu'à preuve du contraire, la nouvelle direction n'a aucun moyen de pression sur les créanciers »<sup>9</sup>.

Le 27 juillet 2004, soit presque quatre mois après la prise de pouvoir par les actionnaires contestataires, l'action Eurotunnel atteignait un plus bas historique à 0,26 euro au lendemain de l'annonce des résultats du premier semestre, soit exactement la moitié du cours du 8 avril 2004 qui était de 0,52 euro. Le chiffre d'affaires a faibli de 3 %, pour tomber à 390 millions d'euros. Parallèlement le résultat d'exploitation s'est effondré de 12 % et la perte nette s'est creusée à 120 millions d'euros, soit un niveau 5 fois plus élevé qu'un an auparavant. Selon des observateurs<sup>10</sup> la tendance au second semestre devrait être la même, à savoir un ralentissement du chiffre d'affaires accompagné d'une détérioration des marges et un creusement de la perte nette.

8. *Les Échos*, 8 avril 2004.

9. *Le Monde*, 14 avril 2004.

10. *Le Journal des Finances*, semaine du 31 juillet 2004.

Les premiers effets de la nouvelle politique commerciale et des mesures de réduction des coûts (40 millions d'euros par an) ne sont attendus qu'au cours du second semestre 2005. L'avenir dira si l'histoire qui a permis de fédérer les actionnaires individuels d'Eurotunnel se réalisera...

### 3. Les histoires concernant le contrôle de la société

Au-delà des histoires visant à justifier une situation dégradée (exemple de France Télécom) ou à mobiliser des petits actionnaires pour financer une politique d'investissement (Eurotunnel), les dirigeants d'entreprises n'hésitent pas à utiliser un discours davantage politique que purement financier pour s'assurer le contrôle des sociétés. Deux exemples illustrent ces pratiques.

#### *La politique des droits de vote double du Groupe Lagardère*

La pratique du droit de vote double est d'usage courant en France. Cette pratique permet de renforcer le contrôle des actionnaires majoritaires qui par définition conservent longtemps leurs actions. Ainsi les actionnaires du Groupe Lagardère qui détiennent leurs actions pendant quatre ans en compte nominatif bénéficient d'un droit de vote double.

En avril 2004, un groupe d'actionnaires minoritaires, regroupés autour de Proxinvest Active Investors, a déposé un projet de résolution pour l'assemblée générale du Groupe Lagardère visant à ramener de quatre ans à deux ans le délai d'inscription en compte nominatif nécessaire pour obte-

nir un droit de vote double dans les assemblées. Cette proposition a été rejetée par la gérance du Groupe Lagardère au motif que « la notion de long terme a toujours été essentielle dans le développement de notre stratégie générale, comme dans le choix et les implications de notre structure juridique. Aussi pensons-nous souhaitable d'encourager la fidélité des actionnaires, précisément par l'attribution de ce droit de vote double au bout de quatre ans, laquelle nous paraît susceptible de créer une culture de la « durée », élément important dans la vie d'une entreprise »<sup>11</sup>. *A priori* quel actionnaire à long terme ne souscrirait pas *intuitivement* à une telle proposition? N'est-il pas exact que la fidélité doit être encouragée? Que la culture de la durée est un élément important de la vie de l'entreprise? Parce que tout projet industriel nécessite du temps et qu'un véritable associé de l'entreprise accorde ce temps, qui ne partagerait pas la position de la gérance du Groupe Lagardère? Cette histoire qui s'adresse aux actionnaires minoritaires considérés comme des associés du Groupe constitue une bonne illustration de conte fédérateur. Il vise à renforcer la position du management en place tout en galvanisant les actionnaires par un discours moral en vue de contrer un péril éventuel mais suffisamment prégnant pour remettre en question le contrôle de l'entreprise.

La justification du droit de vote double ne se retrouve pas dans la littérature théorique en finance, tout au moins chez les tenants de l'efficacité des marchés de capitaux. Bien au contraire, la théorie en question prône, dans l'intérêt même des actionnaires

11. «Lettre de la gérance de Lagardère aux actionnaires», 13 avril 2004.

minoritaires, l'absence d'entraves au bon fonctionnement du marché des prises de contrôle (Husson, 1990). Dans ces conditions, allouer un droit de vote double aux petits actionnaires fidèles n'est pas vraiment dans leur intérêt. Il est en fait dans l'intérêt des actionnaires familiaux. Alors que l'intuition (système 1) penche pour la position de la direction de la société, le raisonnement théorique (système 2) valide la proposition des actionnaires contestataires. Il est intéressant de remarquer également que l'argument développé par la gérance du Groupe Lagardère n'est pas retenu par toutes les entreprises, qui – à l'instar d'Air Liquide – estiment que le respect des actionnaires passe par l'absence de mesures anti-OPA et l'égalité de tous les actionnaires (1 action = 1 voix), donc pas de droit de vote double<sup>12</sup>. Au total, l'argumentation développée par la gérance du Groupe Lagardère s'apparente bien à une histoire visant à défendre les intérêts des actionnaires majoritaires au détriment des minoritaires. Certains observateurs pourraient faire remarquer ici que l'intérêt des actionnaires majoritaires rejoint celui de l'entreprise en la mettant à l'abri d'une prise de contrôle hostile. Mais cette analyse qui privilégie l'entité « entreprise » n'est pas celle des actionnaires minoritaires qui, en théorie, doivent chercher à maximiser leur richesse et donc à préserver leurs droits de propriété.

### *L'OPA de Sanofi-Synthélabo sur Aventis*

L'histoire de Sanofi-Synthélabo et de son OPA sur Aventis s'apparente à celle du « petit » contre le « gros » ou encore du vilain petit canard qui se transforme en magnifique cygne. Toute la communication de Sanofi-Synthélabo en direction des actionnaires individuels lors de son OPA sur Aventis a été articulée sur son histoire : celle d'un petit laboratoire pharmaceutique qui est devenu un leader mondial. Même l'origine modeste du P-DG de Sanofi-Synthélabo, François Dehecq, et de son parcours hors des grands corps<sup>13</sup> a été mobilisée dans cette *success story* française.

Dans sa communication financière auprès des actionnaires d'Aventis, Sanofi-Synthélabo rappelait que sa création remontait à 30 ans seulement : « Nous étions 3, nous sommes aujourd'hui 33 000. Ce développement est le résultat d'une croissance continue et d'une série de fusions réussies. Le regroupement de Sanofi avec Synthélabo en 1999 en est la preuve : quatre ans après sa création et en dépit de réorganisations nécessaires post-fusion, Sanofi-Synthélabo a augmenté ses effectifs de plus de 4 000 personnes dans la pharmacie, dont 1 000 en Europe. Tout cela a été rendu possible parce qu'ensemble, nous avons su créer une très forte croissance, trouver les médicaments du futur, dynamiser les produits matures, être présents dans la plupart des pays. C'est tout à fait différent du projet de la direction d'Aventis qui prévoirait de

12. « Livret de l'actionnaire de l'Air Liquide », rapport annuel 2003. Air Liquide a plus de 350 000 actionnaires individuels qui détiennent 40,5 % du capital et pratique une politique de rémunération et de valorisation du capital investi dans la durée.

13. François Dehecq, ingénieur de l'École nationale supérieure d'arts et métiers, n'est pas issu, comme la plupart des dirigeants des grands groupes français, des grands corps de la fonction publique (Mines, Ponts et Chaussées, Inspection des finances, etc.) eux-mêmes alimentés par l'École Polytechnique ou l'École nationale d'administration.

céder une partie importante des activités actuelles du groupe »<sup>14</sup>.

Il est intéressant de noter que l'argumentation développée aux actionnaires de la cible (Aventis) invoquait des *raisons de santé* : « Nous refusons l'idée de ne pas développer les médicaments de demain pour un simple problème de taille. Pour plus de 100 000 molécules étudiées, une seule deviendra un nouveau médicament. 12 ans en moyenne et 800 millions d'euros d'investissements pour obtenir un médicament : la recherche coûte cher. Notre regroupement avec Aventis est le moyen de répondre de manière encore plus efficace aux besoins des patients. La complémentarité des deux groupes va permettre de créer un leader (numéro 1 en Europe et numéro 3 dans le monde) capable de générer une croissance forte, durable et profitable, au service de la vie ». Au cours de sa campagne d'information auprès des actionnaires d'Aventis, Sanofi-Synthélabo fit paraître plusieurs pages de publicité dans les principaux médias.

Naturellement, l'histoire racontée par les dirigeants d'Aventis à leurs actionnaires fut bien différente. Reprenant l'argument

« pour raison de santé » et en le retournant à leur profit, les dirigeants d'Aventis firent paraître également dans les principaux médias des encarts publicitaires mettant en exergue le caractère dangereux du médicament préconisé par Sanofi-Synthélabo et la nécessité de bien lire la notice. Ce médicament se présentait sous la forme d'une pilule nommée « OPA offre publique hostile » à ne pas laisser entre toutes les mains. Comme pour tout médicament, le laboratoire Aventis rappelait à ses actionnaires un certain nombre de contre-indications. L'encadré ci-après reprend les principaux arguments de la direction d'Aventis.

L'argument du risque de perte de valeur s'appuyait sur le fait que le brevet du Plavix, le médicament leader de Sanofi-Synthélabo, était contesté devant un tribunal américain par plusieurs fabricants de génériques et qu'en cas d'issue judiciaire défavorable, des analystes spécialisés estimaient que l'action Sanofi-Synthélabo pouvait perdre jusqu'au tiers de sa valeur. L'argument des troubles de la croissance mettait en évidence le lancement de nouveaux produits par Aventis alors que les

**CAMPAGNE DE PUBLICITÉ D'AVENTIS  
AUPRÈS DE SES ACTIONNAIRES :  
« ATTENTION CONTRE-INDICATION » (mars 2004)**

- Contre-indication n° 1 : attention, ce médicament risque d'entraîner une perte de valeur brutale.
- Contre-indication n° 2 : attention, ce médicament peut provoquer d'importants troubles de la croissance.
- Contre-indication n° 3 : attention, ce médicament peut causer la disparition de milliers d'emplois.

14. *Les Échos*, 30-31 janvier 2004.



**CAMPAGNE DE PUBLICITÉ DE L'OFFRE  
DE SANOFI-SYNTHÉLABO AUX ACTIONNAIRES D'AVENTIS :  
« POUR RAISON DE SANTÉ » (avril 2004)**

- Devenir une référence d'intégration réussie. Avec nous, ça devient possible.
- Avoir durablement une croissance supérieure au marché. Avec nous, ça devient possible.
- Disposer d'une des meilleures recherches au monde. Avec nous, ça devient possible.
- Construire un leader mondial de la santé. Avec nous, ça devient possible.

ventes de Sanofi-Synthélabo pouvaient être affectées par la perte de brevets de ses deux principaux produits. Enfin, l'argument du risque de disparition de milliers d'emploi, principalement en France et en Allemagne, s'appuyait sur le programme d'économies qui serait engagé par l'initiateur (plus d'un milliard d'euros par an dès 2006).

À cette campagne tendant à faire peur aux actionnaires d'Aventis, en dramatisant les conséquences possibles de l'OPA, mais également à ses salariés, voire aux pouvoirs publics, la direction de Sanofi-Synthélabo répliqua en déclarant que : « Sanofi-Synthélabo bénéficie depuis quatre ans de l'une des meilleures croissances de l'industrie. Sur la seule année 2003, Sanofi-Synthélabo a réalisé un taux de croissance de ses ventes consolidées de 15,6 %, deux fois supérieures à celui du marché. Sur la même période, Aventis a publié un taux de croissance de 5,9 % de ses ventes »<sup>15</sup>. L'encadré plus haut reprend les principaux thèmes de cette campagne. À noter également que contrairement à quoi l'on pourrait s'attendre – s'agissant somme toute d'une opération financière – l'argumentation ne s'appuie pas sur des chiffres et des ratios financiers. Il s'agit de raconter une belle histoire aux actionnaires ;

leur montrer qu'avec le management en place de Sanofi-Synthélabo, tout devient possible : les faire rêver, en quelque sorte, en les projetant dans un futur radieux. En schématisant quelque peu : d'un côté la peur (avec Aventis), de l'autre l'aventure (avec Sanofi-Synthélabo).

Comme toutes les belles histoires, celle de Sanofi-Synthélabo a eu un dénouement heureux : le 26 avril 2004 les deux groupes pharmaceutiques ont officialisé leur projet de fusion : une opération désormais amicale qui a donné naissance à un géant national, au troisième rang mondial. Naturellement, cet accord a été rendu possible grâce à une amélioration de l'offre de Sanofi-Synthélabo qui a proposé de racheter Aventis à 71 % par échange de titres et 29 % en cash, contre 81 % et 19 % initialement. De plus, les actionnaires d'Aventis pouvaient choisir entre trois propositions : une offre principale mixte, une offre publique d'échange subsidiaire et une offre publique en numéraire. Grâce à cette ultime négociation les actionnaires d'Aventis ont bénéficié d'une prime de 31,4 % et les contre-indications du médicament dangereux « OPA » disparaurent comme par enchantement. La prime a été le prix à payer pour obtenir l'accord du

15. *Le Monde*, 14 avril 2004.

management d'Aventis en vu d'une offre amicale. On peut penser également que d'autres clauses, étrangères aux intérêts immédiats des petits actionnaires, ont été négociées comme la place des managers d'Aventis dans la nouvelle structure et le maintien des structures de recherche en Allemagne, notamment. La menace d'une contre-offre du suisse Novartis a également fortement pesé dans la bataille ainsi que l'appui du gouvernement français au projet de fusion de Sanofi avec Aventis. Tout ceci, relativisé, en fin de compte, le rôle attribué aux petits actionnaires dans cette affaire et plus particulièrement dans l'accord global. Néanmoins, comme *in fine* l'opération ne pouvait avoir lieu qu'avec leur participation et l'apport de leurs titres, l'histoire de la naissance d'un géant national promis à un bel avenir leur a été à nouveau racontée.

Les quatre cas que nous venons de présenter ne sont pas des cas isolés. Nous pourrions multiplier sans difficulté les exemples. L'intérêt de ces quatre situations est de montrer que ces histoires ont eu pour mission de déclencher des pensées intuitives chez les actionnaires, notamment les individuels. En effet, pour ces actionnaires qui n'ont ni le temps, ni bien souvent les compétences pour apprécier la valeur des propositions qui leur sont faites, la perception qu'ils se font des entreprises joue un rôle fondamental. D'où l'importance de ces histoires.

### CONCLUSION

Contrairement à ce que l'on pourrait croire *a priori*, en finance, raconter des histoires – histoires sur ce que fait l'entreprise, ses projets, ses valeurs – est important et joue un rôle significatif auprès des investisseurs. Les exemples donnés dans cet article montrent

bien la force de ces histoires, même si la rationalité des fondamentaux finit tôt ou tard à s'imposer. D'autres illustrations de la force persuasive des histoires racontées aux actionnaires auraient pu être données, notamment lors d'introduction en Bourse des sociétés. En effet, dans ce cas il s'agit de faire découvrir l'entreprise à des actionnaires anonymes et là encore la force des histoires peut être mobilisée pour attirer les investisseurs et les faire participer à l'opération.

La thèse principale de cet article n'est pas d'assimiler histoires à pratiques manipulatoires, mais de dire que les récits, en permettant de faire appel à l'intuition, sont susceptibles de déclencher, au-delà de l'analyse chiffrée et quantitative, des décisions d'investissement ou de financement de la part des actionnaires. Cette approche s'inscrit dans le nouveau paradigme de la finance comportementale. Elle permet de comprendre pourquoi les histoires sont également importantes pour les actionnaires.

Dans un univers – celui des marchés financiers – où l'incertitude règne et où les informations sont difficiles à décoder, les dirigeants ont besoin de rappels de la vision, des valeurs et des projets qui peuvent fidéliser leurs salariés mais également leurs actionnaires. Ces derniers ne se comportent peut-être pas avec toute la rationalité que leur accorde la théorie financière classique. Vraisemblablement, leur comportement réel se rapproche des observations faites par les tenants de la finance comportementale. Selon Kahneman, prix Nobel d'économie, de nombreuses décisions dépendent de la manière (*frame*) dont les problèmes sont présentés et la dimension de l'accessibilité est fondamentale. Si cela est le cas, alors on comprend mieux pourquoi les actionnaires sont demandeurs d'histoires et pourquoi les dirigeants leur en racontent.

## BIBLIOGRAPHIE

- Aftalion F., *La nouvelle finance et la gestion de portefeuille*, 2<sup>e</sup> éd., Economica, Paris, 2004.
- Albouy M., *Décisions financières et création de valeur*, 2<sup>e</sup> éd., Economica, Paris, 2003.
- Albouy M. et Perrier S., « Manipulations comptables et évaluation de l'entreprise », *Revue du Financier*, n° 139, 2003, p. 51-65.
- Bernstein P., *Against the gods: the remarkable story of risk*, John Wiley & Sons, New York, 1996.
- Bruner J. S., *L'éducation, entrée dans la culture*, Retz Eds, Paris, 1996.
- Epstein S., "Integration of the cognitive and psychodynamic unconscious", *American Psychologist*, 49, 1994, p. 709-724.
- Hammond K. R., *Human judgment and social policy: Irreducible uncertainty, inevitable error, unavoidable injustice*, Oxford University Press, New York, 1996.
- Husson B., *La prise de contrôle d'entreprises : motivations, conséquences et freins*, Presses Universitaires de France, Paris, 1990.
- Jacoby L. L., "Dissociating automatic and consciously controlled effects of study test compatibility", *Journal of Memory and Language*, 35, 1996, p. 32-52.
- Kahneman D., "Maps of bounded rationality: a perspective on intuitive judgment and choice", Noble Prize Lecture, 8 décembre 2002. Repris dans *American Economic Review*, Decembre 2003.
- Lintner J., "The Valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets", *Review of Economics and Statistics*, février 1965, p. 13-37.
- Markowitz H., "Portfolio selection", *Journal of Finance*, vol. 7, mars 1952, p. 77-91.
- Mossin J., "Equilibrium in a capital asset market", *Econometrica*, octobre 1966, p. 768-783.
- Sharpe W. F., "Capital asset prices: A theory of Market Equilibrium", *Journal of Finance*, septembre 1964, p. 885-901.
- Stanovich K. E. et West R. F., "Individual differences in reasoning: implications for the rationality debate", *Behavioral and Brain Sciences*, 23, 2000, p. 645-665.