

# Table des matières

<b>Avant-propos</b>	<b>3</b>
<b>I Politique d'investissement</b>	<b>5</b>
<b>1 Approche classique</b>	<b>7</b>
1.1 Choix d'investissement en certitude . . . . .	8
1.1.1 La méthode FCF . . . . .	8
1.1.2 Critères de décision . . . . .	10
1.1.3 Questions spécifiques . . . . .	12
1.2 Choix d'investissement en incertitude . . . . .	12
1.2.1 Incertitude dans les flux monétaires . . . . .	12
1.2.2 Incertitude dans la valeur temps de l'argent . . . . .	14
1.2.3 Incertitude globale . . . . .	14
1.3 Exercice . . . . .	14
1.4 Annexe . . . . .	17
<b>2 Options réelles</b>	<b>21</b>
2.1 Identification d'une option réelle . . . . .	22
2.2 Typologie des options réelles . . . . .	23
2.2.1 L'option de retarder l'investissement . . . . .	24
2.2.2 L'option d'abandonner l'investissement . . . . .	24
2.2.3 L'option d'expansion . . . . .	25
2.2.4 L'option de changer de projet . . . . .	25
2.3 Évaluation analytique des options réelles . . . . .	26
2.3.1 Options réelles et options financières . . . . .	26
2.3.2 Option perpétuelle de retarder l'investissement . . . . .	28
2.4 Évaluation des options réelles avec des arbres . . . . .	29
2.5 Exercices . . . . .	31

2.6	Annexe . . . . .	33
<b>3</b>	<b>Aspects stratégiques</b>	<b>35</b>
3.1	Éléments de théorie des jeux . . . . .	36
3.1.1	Représentation matricielle . . . . .	36
3.1.2	Stratégies dominées . . . . .	36
3.2	Quelques jeux classiques . . . . .	37
3.2.1	Le dilemme du prisonnier . . . . .	37
3.2.2	La guerre des sexes . . . . .	37
3.2.3	Le jeu des poules mouillées . . . . .	38
3.3	Application au choix d'investissement . . . . .	38
3.4	Exercices . . . . .	40
<b>II</b>	<b>Structure du capital</b>	<b>45</b>
<b>4</b>	<b>Endettement en information parfaite</b>	<b>47</b>
4.1	Le paradigme de Modigliani et Miller . . . . .	47
4.1.1	Hypothèses . . . . .	48
4.1.2	Premier théorème . . . . .	48
4.1.3	Conditions de financement différentes . . . . .	50
4.1.4	Coûts de transaction . . . . .	51
4.1.5	L'avantage fiscal de la dette . . . . .	53
4.2	Fiscalité personnelle et corporative . . . . .	55
4.3	Coûts de faillite . . . . .	56
4.3.1	Risque de faillite et théorème MM1 . . . . .	56
4.3.2	Coûts de faillite et théorème MM1 . . . . .	57
4.3.3	Typologie des coûts de faillite . . . . .	57
4.3.4	Le compromis statique . . . . .	59
4.4	Évidence empirique . . . . .	60
4.5	Exercices . . . . .	62
<b>5</b>	<b>Modélisation du compromis statique</b>	<b>65</b>
5.1	Évaluation des titres . . . . .	65
5.1.1	Évaluation de la dette . . . . .	66
5.1.2	Évaluation de la firme . . . . .	67
5.1.3	Évaluation des fonds propres . . . . .	68
5.2	Politique de défaut optimale . . . . .	68
5.3	Endettement optimal . . . . .	69
5.4	Estimation de la volatilité . . . . .	72

5.5	Exercices . . . . .	73
5.6	Annexe . . . . .	76
<b>6</b>	<b>Agence et asymétrie d'information</b>	<b>79</b>
6.1	Les coûts d'agence de la dette . . . . .	80
6.1.1	La substitution d'actifs . . . . .	80
6.1.2	Le sous-investissement . . . . .	81
6.2	Coûts d'agence des fonds propres . . . . .	82
6.3	Le compromis d'agence . . . . .	83
6.4	Effets de signal . . . . .	84
6.5	Préférences ordonnées . . . . .	85
6.6	Évidence empirique . . . . .	86
6.7	Exercices . . . . .	88
<b>7</b>	<b>Modélisation des effets d'agence</b>	<b>91</b>
7.1	Politique de défaut . . . . .	91
7.2	Substitution d'actifs . . . . .	94
7.3	Sous-investissement . . . . .	95
7.4	Coût d'agence des fonds propres . . . . .	96
7.4.1	Évaluation des titres . . . . .	97
7.4.2	Objectif du dirigeant . . . . .	99
7.4.3	Choix optimaux . . . . .	99
7.4.4	Levier optimal . . . . .	100
7.5	Exercices . . . . .	101
<b>III</b>	<b>Politique de dividendes</b>	<b>103</b>
<b>8</b>	<b>Dividendes en information parfaite</b>	<b>105</b>
8.1	Le paradigme de Modigliani et Miller . . . . .	105
8.2	Fiscalité et effet de clientèle . . . . .	107
8.3	Évidence empirique . . . . .	109
8.4	Exercices . . . . .	110
<b>9</b>	<b>Dividendes en information imparfaite</b>	<b>113</b>
9.1	Effets de signal . . . . .	114
9.2	Effets d'agence . . . . .	116
9.3	Rachat d'actions . . . . .	118
9.3.1	Substitut aux dividendes? . . . . .	118
9.3.2	Modalités de rachat d'actions . . . . .	120

9.4 Exercices . . . . .	121
<b>IV Contrats financiers</b>	<b>123</b>
<b>10 Allocation du contrôle</b>	<b>125</b>
10.1 Contrats incomplets . . . . .	126
10.2 Droits de propriété . . . . .	127
10.2.1 Le modèle de Aghion et Bolton . . . . .	128
10.2.2 Le modèle de Hart et Moore . . . . .	130
10.3 Exercices . . . . .	133
<b>11 Clauses du contrat de dette</b>	<b>135</b>
11.1 Les clauses restrictives . . . . .	135
11.2 La structure de maturité de la dette . . . . .	137
11.3 La structure de priorité . . . . .	140
11.4 La structure de placement de la dette . . . . .	142
11.5 Les options implicites aux contrats de dette . . . . .	144
11.5.1 Option de rachat . . . . .	144
11.5.2 Option de conversion . . . . .	145
11.6 Exercices . . . . .	147
<b>12 Modélisation des clauses</b>	<b>149</b>
12.1 Évaluation des titres . . . . .	149
12.2 Maturité de la dette . . . . .	152
12.3 Clause de sécurité . . . . .	155
12.4 Dette rachetable . . . . .	156
12.4.1 Application . . . . .	157
12.4.2 Exemple numérique . . . . .	158
12.5 Dette convertible . . . . .	160
12.5.1 Un cas simple . . . . .	160
12.5.2 Algorithme d'évaluation . . . . .	161
12.5.3 Exemple numérique . . . . .	162
12.5.4 Substitution d'actifs . . . . .	163
12.5.5 Dette convertible rachetable . . . . .	164
12.6 Exercices . . . . .	165
12.7 Annexe . . . . .	167

<b>V</b>	<b>Restructuration de la firme</b>	<b>169</b>
<b>13</b>	<b>Fusions et acquisitions</b>	<b>171</b>
13.1	Modalités . . . . .	171
13.1.1	Techniques d'opération . . . . .	171
13.1.2	Catégories d'acquisitions . . . . .	172
13.1.3	Motivations . . . . .	172
13.2	Performance des entreprises fusionnées . . . . .	173
13.2.1	Mesure de la performance . . . . .	174
13.2.2	Résultats empiriques . . . . .	176
13.2.3	Facteurs explicatifs . . . . .	177
13.3	Analyse stratégique . . . . .	178
13.3.1	Problème de <i>hold out</i> . . . . .	178
13.3.2	Offre d'un actionnaire minoritaire . . . . .	180
13.4	Acquisition verticale et droits de propriété . . . . .	182
13.4.1	Présentation des concepts . . . . .	182
13.4.2	Formalisation . . . . .	183
13.4.3	Résolution du modèle . . . . .	185
13.4.4	Implications du modèle : quelle est la meilleure forme d'intégration ? . . . . .	187
13.5	Exercices . . . . .	188
<b>14</b>	<b>Détresse financière</b>	<b>191</b>
14.1	Les coûts associés . . . . .	192
14.2	Restructuration privée de l'entreprise . . . . .	192
14.2.1	Vente d'actifs . . . . .	192
14.2.2	Restructuration des fonds propres . . . . .	194
14.2.3	Renégociation de la dette . . . . .	195
14.3	La procédure de faillite . . . . .	197
14.3.1	Description . . . . .	197
14.3.2	Discussion d'une procédure de faillite optimale . . . . .	199
14.3.3	La liquidation . . . . .	200
14.4	Exercices . . . . .	200
<b>VI</b>	<b>Annexe générale</b>	<b>203</b>
	<b>Analyse des actifs contingents</b>	<b>205</b>
	Temps continu . . . . .	205
	L'actif sous-jacent est négocié . . . . .	206

L'actif sous-jacent n'est pas négocié . . . . .	207
Temps discret . . . . .	207
L'actif sous-jacent est négocié . . . . .	208
L'actif sous-jacent n'est pas négocié . . . . .	210
<b>Corrigé des exercices</b>	<b>211</b>
Chapitre 1 . . . . .	211
Chapitre 2 . . . . .	212
Chapitre 3 . . . . .	214
Chapitre 4 . . . . .	217
Chapitre 5 . . . . .	220
Chapitre 6 . . . . .	224
Chapitre 7 . . . . .	226
Chapitre 8 . . . . .	228
Chapitre 9 . . . . .	229
Chapitre 10 . . . . .	231
Chapitre 11 . . . . .	233
Chapitre 12 . . . . .	234
Chapitre 13 . . . . .	236
Chapitre 14 . . . . .	237
<b>Bibliographie</b>	<b>241</b>