

Intelligence financière et statistique zipfienne : deux outils au service de la prise de position des marchés financiers. Application au cas des entreprises vietnamiennes non financières

Tran Dong Dang

► To cite this version:

Tran Dong Dang. Intelligence financière et statistique zipfienne : deux outils au service de la prise de position des marchés financiers. Application au cas des entreprises vietnamiennes non financières. Sciences de l'information et de la communication. Université de Toulon, 2015. Français. <NNT : 2015TOUL0003>. <tel-01424130>

HAL Id: tel-01424130

<https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01424130>

Submitted on 2 Jan 2017

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

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

ÉCOLE DOCTORALE 509

Laboratoire I3M - EA3820

THÈSE

présentée par :

Tran Dong DANG

soutenue le : **30 Novembre 2015**

pour obtenir le grade de Docteur

Spécialité : Sciences de l'Information et de la Communication

**Intelligence financière et statistique zipfienne : deux outils au
service de la prise de position sur les marchés financiers**

**Application au cas des entreprises vietnamiennes non
financières**

THÈSE dirigée par :

Professeur Eric BOUTIN

Directeur de thèse, Professeur, laboratoire I3M -
Université de Toulon

JURY :

Monsieur BOUTIN Eric

Professeur, laboratoire I3M - Université de Toulon,
Directeur de thèse

Monsieur VU Manh Chien

Maître de conférence, HDR - Université de
Commerce du Vietnam, *Rapporteur*

Monsieur BRATOSIN Stefan

Professeur, laboratoire CORHIS – Université Paul
Valéry Montpellier 3, *Rapporteur*

Monsieur NGUYEN Hoang

Maître de conférences, HDR - Université de
Commerce du Vietnam, *Examineur*

:

« Une armée est victorieuse si elle cherche à vaincre avant de combattre ; elle est vaincue si elle cherche à combattre avant de vaincre. »

(Sun Tzu)

A mes parents, à mon épouse, sans qui je n'aurais jamais pu mener à bien cette recherche, à notre fils, Hoang.

REMERCIEMENTS

Au cours de cette recherche doctorale, j'ai pu bénéficier du précieux soutien de nombreuses personnes qui m'ont accompagné dans la réalisation de ce travail.

Je tiens d'abord à remercier très sincèrement Monsieur ERIC BOUTIN, mon directeur de thèse, pour les encouragements et les précieux conseils qu'il m'a dispensés au cours de ma recherche. Sans lui, cette expérience tellement enrichissante n'aurait pas vu le jour. Grâce à lui, ce travail a pu finalement aboutir.

J'exprime ma gratitude au directeur du laboratoire I3M, Monsieur MICHELLE DURAMPART qui m'a facilité mon travail.

Je remercie tout particulièrement Messieurs STEFAN BRATOSIN, VU MANH CHIEN, NGUYEN HOANG, pour avoir accepté de faire partie du jury de soutenance.

Une pensée affective toute particulièrement et un grand merci à Monsieur HUNG TRAN et à Madame CLAUDINE TRAN qui m'ont encouragé et aidé tout au long de cette thèse.

Je remercie aussi mes camarades du laboratoire I3M (Mohamed, Maher, Safa, Nourredine...) pour leur convivialité, leur sympathie et le plaisir tiré de nos échanges, ainsi que tous mes amis pour leur soutien durant mes études en France.

Je ne saurais pas clore mes remerciements sans mentionner les personnes qui me sont chères et à qui je dédie cette thèse, ma famille : mes parents, mes beaux parents, ma sœur, mon épouse et mon fils pour leurs encouragements et leur soutien inconditionnel tout au long de ces dernières années.

Sommaire

Introduction générale.....	12
1 L'objet et le contexte de recherche.....	12
2 La méthode heuristique et le champ thématique de notre recherche.....	19
3 La problématique scientifique et les hypothèses soumises à une vérification empirique	23
4 Le cadre méthodologique de notre recherche et le contexte d'expérimentation	27
5 L'articulation de nos travaux et le plan de notre ouvrage	29
Partie I : Intelligence économique et intelligence financière : prolégomènes et état des connaissances	33
Chapitre I: Marchés financiers et dynamique de l'investissement	33
Section 1: Fonctions et logiques des marchés financiers : approche synthétique	33
1 Les fonctions essentielles des marchés financiers	33
2 La structuration des marchés financiers	34
3 Le concept d'efficience des marchés : limites et implications	39
4 Le MEDAF ou modèle d'évaluation des actifs financiers (Capital Asset Pricing Model-CAPM).....	42
4.1 Formulation générale du MEDAF-CAPM	43
4.2 La détermination transnationale des cours et l'internationalisation du MEDAF-CAPM	44
Section II: Finance comportementale : une approche dynamique sur les marchés financiers	47
1 La notion d'arbitrage limité	48
2 Les principaux biais comportementaux dans la décision financière des investisseurs.....	56
2.1 Les biais affectifs	57
2.2 Les biais cognitifs.....	60
Section III: La gestion d'actif : Les fondements de l'asset management et le processus d'investissement.....	69
1 La mise en place des fonds d'investissement au Vietnam	69
2 Les gestions d'actifs et leurs implications sur les marchés financiers.....	71
3 Le rôle novateur des fonds d'investissement au Vietnam	72
Section IV: Les sociétés de gestion et les processus d'investissement	74
1 La conception de l'offre de placement.....	74
2 La sélection des cibles d'investissement	76
3 L'étape de l'allocation des actifs	78

4 L'étape de la sélection des actifs.....	79
5 L'étape de la constitution des portefeuilles.....	80
5.1 La gestion passive.....	80
5.2 La gestion active.....	80
5.3 La gestion alternative.....	81
5.4 La gestion extra- financière.....	82
6 Les processus d'investissement et les contraintes de la gestion de portefeuille.....	84
7 Les aspects comportementaux de la gestion de portefeuille.....	86
Section V: Conclusion.....	87
Chapitre II: Intelligence économique et intelligence financière : les nouvelles méthodes heuristiques.....	88
Section I: Investissement et information financière : problématique générale.....	88
1 Densification et explosion des flux d'information dans le monde contemporain.....	89
2 Typologies des sources d'information.....	90
3 Sphère financière et demande sociale d'information.....	94
Section II: Information, intelligence stratégique et intelligence économique.....	100
1 Hiérarchisation catégorielle et différenciation heuristique.....	101
2 Connaissance, Intelligence compétitive et intelligence économique.....	103
3 Information et cycle de l'intelligence.....	106
Section III: Intelligence économique : débats et différenciations conceptuelles.....	109
1 Intelligence économique : autonomisation d'une discipline.....	109
2 Intelligence économique : incertitudes sémantiques et imprécisions terminologiques.....	111
3 Intelligence économique : évolution des principaux paradigmes.....	114
Section IV: De la théorie à la praxis : les politiques d'intelligence économique dans le monde actuel.....	135
1 Les politiques d'intelligence économique dans les grands pays industrialisés.....	136
2 Les politiques d'intelligence économique en Asie.....	137
3 L'intelligence économique et les contraintes du développement : la situation du Vietnam.....	139
Partie II - Contribution : Développement d'un système de renseignement pour investisseurs institutionnels Vietnamiens - Expérimentation - Le retour d'expérience - Synthèse.....	144
Chapitre III: contribution théorique vers un changement paradigmatique.....	144
Section I: Rappel des modèles antérieurs.....	146
1 Modèle rationnel classique de choix d'investissement.....	146
1.1 Le modèle rationnel conventionnel : les leçons et enseignements de l'analyse financière.....	146

1.2 La théorie de l'agence et les réalités organisationnelles : la prise en compte des conflits d'intérêts et de l'asymétrie d'information	162
1.3 Les différentes approches de l'analyse financière et enjeux informationnel des investisseurs dans le processus d'investissement	168
2 Modèle de la prise de décision de Simon dans le processus d'investissement des investisseurs...	179
2.1 Rappel de la rationalité limitée et l'application dans le monde financier	179
2.2 La vision de Simon sur la prise de décision et ses applications pour les investisseurs institutionnels.....	181
2.3 Le processus de la prise de décision de Simon.....	188
2.4 Contraintes de modèle de Simon dans le contexte actuel.....	192
3 Cycle de renseignement : Un modèle de l'analyse d'information	198
3.1 Le cycle de renseignement	198
3.2 Limites et critique du modèle classique	203
Section II: Changement paradigmatique.....	206
1 Prise en compte des éléments extra financiers (image)	206
1.1 La responsabilité sociétale - développement durable	206
1.2 La mesure de la performance aux yeux des investisseurs	210
1.3 Le concept d'image et celui de la réputation - la perception différente dans les yeux des investisseurs	229
1.4 L'impact de la réputation sur la valeur de l'entreprise	240
1.5 Intelligence financière : La place de l'intelligence économique dans la finance.....	243
1.5.1 La définition de l'intelligence financière	243
1.5.2 La place de l'intelligence financière dans le contexte actuel	246
2 Gestion de l'imprévisible ... et les statistiques zipfiennes.....	249
2.1 Pensées de la gestion de risque	249
2.1.1 Des erreurs dans les prévisions financières	249
2.1.2 Méthode de la gestion de l'imprévisible proposée par Nassim Nicolas Taleb	264
2.1.2.1 La méthode de la gestion des risques dans le monde financier d'efficience-Médiocristan.....	264
2.1.2.2 La méthode de la gestion des risques dans le monde incertain	265
2.1.2.3 Proposition de la gestion des risques imprévisibles de Taleb.....	272
2.2 Gestion de l'imprévisible : une nouvelle approche de la gestion de risque dans le contexte d'économie mondial.....	274
2.2.1 Les éléments extérieurs influençant sur le processus de décision des investisseurs dans le cadre de finance comportementale	274
2.2.2 Stastique zipfienne : un outil indispensable pour gestion de l'imprévisible - la polarité...	276

2.2.2.1 De la statistique Gaussienne à la statistique zipfienne	276
2.2.2.2 La polarité : les méthodes de détection des bulles spéculatives avant leurs éclatements	280
Section III: Intelligence financière et la force de situation	286
1 Approche traditionnel de la prise de décision rationnelle: L'application de l'analyse des matrices stratégiques dans l'évaluation d'investissement	286
1.1 Contexte	286
1.2 La mise en œuvre de l'analyse des matrices stratégiques dans l'évaluation d'investissement.....	288
1.2.1 Rappel de l'analyse stratégique d'entreprise	288
1.2.2 L'approche des analyses de matrices stratégiques dans le processus d'investissement...	290
1.3 Les contraintes cette approche dans le contexte actuel.....	295
2 L'intelligence financière : Un système de renseignement financier pour les investisseurs institutionnels.....	296
2.1 Le processus de réflexion des investisseurs institutionnels.....	296
2.2 Les composants d'un système d'intelligence financière ou d'un système de renseignement d'investissement.....	299
2.2.1 Méthode globale de l'exploitation d'information dans le cycle de renseignement financier	299
2.2.1.1 Acquisition	300
2.2.1.2 Conception	312
2.2.1.3 Décision	336
2.2.2 Modèle d'aide à la décision d'investissement.....	343
2.2.2.1 Un nouveau modèle d'évaluation de façon rationnelle.....	343
2.2.2.1.1 Approche de PRIMA	346
2.2.2.1.2 Méthode d'aide à la décision de l'intelligence financière (MADIF).....	348
2.2.2.1.2.1 Définition de la méthode d'aide à la décision de l'intelligence financière ...	348
2.2.2.1.2.2 Le processus de la méthode d'aide à la décision de l'intelligence financière.....	366
2.2.3 Comment prévoir le futur dans un contexte non-linéaire	388
3 La force de situation	394
Section IV: Conclusion	400
Chapitre IV: contribution empirique : le cycle de l'intelligence financière	407
Section I: Retour d'expérience sur une enquête conduite auprès d'investisseurs vietnamiens	407
1 Contexte de recherche	407
1.1 Le marché financier Vietnamien dans le contexte de la transition.....	407
1.2 Les principales sources d'informations financières au Vietnam	416

1.3 Le traitement de l'information et les principales questions méthodologiques.....	428
2 Question de départ et hypothèse	429
3 Retour de l'expérience sur une enquête conduite auprès d'investisseurs vietnamiens	429
3.1 La validité interne et externe	430
3.2 Entretien semi-directif.....	430
3.3 Locuteurs	431
3.4 Guide d'entretien	432
3.5 Les conditions matérielles de l'entretien	433
3.6 Le déroulement de l'entretien	433
3.7 Traitement et analyse de données.....	434
4 Résultats des pratiques des investisseurs institutionnels Vietnamiens et synthèse	437
4.1 L'évaluation de l'attrait financier de l'entreprise cible	437
4.1.1 Sources d'informations ouvertes, un moyen pertinent procurant les indicateurs financiers	437
4.1.2 Tableau de bord: une vision claire sur la performance financière de l'entreprise	441
4.2 L'évaluation de l'image et de la réputation de l'entreprise cible.....	445
4.2.1 La perception pour l'image/la réputation de l'entreprise cible	445
4.2.2 L'évaluation de l'image et de la réputation de l'entreprise cible	448
4.3 La pratique de la prise de décisions d'investissement	450
4.3.1 La prise de décision d'investissement rationnelle.....	450
4.3.2 La prise de décision d'investissement irrationnelle	453
4.4 Synthèse	456
Section II: Notre méthode : Le cycle de renseignement - Applications dans une entreprise Aquacole Vietnamienne	458
1 Rappel des informations intéressantes relatives à l'entreprise cible issues de la première phase. 460	
1.1 Comprendre les trajectoires stratégiques de l'entreprise cible.....	460
1.2 La segmentation stratégique de l'entreprise cible.....	462
2 Investigation	464
2.1 Les définitions du besoin d'information des investisseurs sous forme de check-list	464
2.1.1 Stratégie de l'entreprise cible : Critères d'évaluation d'investissement.....	464
2.1.1.1 Les besoins d'information des investisseurs sur l'entreprise cible et ses environnements	465
2.1.1.1.1 Les besoins d'information pour l'évaluation externe de l'entreprise cible.	466
2.1.1.1.2 Identification des besoins d'information en se basant sur l'évaluation interne de l'entreprise cible.....	482

2.1.1.1.3 L'analyse de cohérence d'un portefeuille d'activité	488
2.1.2 La hiérarchie des aspects d'évaluation	489
2.2 Rechercher et collecter d'information	490
2.3 Qualification et validation des informations collectées.....	497
2.4 Diffusion sur une plateforme	501
2.5 étude de cas sur une entreprise Vietnamiennne	503
3 Conception	519
3.1 Détection des signaux faibles : applications.....	521
3.1.1 Détection individuelle d'un signal faible : un exemple sur la société par action de Vinh Hoan	521
3.1.2 Fiabilisation d'un signal faible nouveau	523
3.1.3 Conclusion	526
3.2 Analyse et validation pour la création du sens	527
3.2.1 Interprétation: Le déroulement de la séance de travail collectif - Exploitation des signaux faibles - création collective de sens : applications	530
3.2.2 Appréciation: Amorce d'une intelligence collective transversale pour proposer les scénarios hypothétiques	533
3.3 Diffusion avec proposition de scénarios les plus plausibles.....	538
3.3.1 Identification des ruptures : Préparation des signaux faibles pour les séances de création collective de sens: application.....	538
3.3.1.1 Modèle de la prise de décision de façon rationnelle	538
3.3.1.2 Modèle de la gestion de l'imprévisible -L'approche de Taleb.....	540
3.3.1.3 Synthèse	542
4 Décision	543
4.1 Proposition de décision	544
4.1.1 Collecter toutes les hypothèses de scénarios possibles.....	544
4.1.2 Analyse et proposition : L'évaluation des scénarios les plus plausibles à partir du modèle d'analyse multicritères hiérarchique.....	547
4.1.3 Synthèse pour décision	551
4.1.3.1 Préparation de décision : Comparaison entre scénario de l'évolution de l'entreprise cible et celui des conditions de son environnement.....	552
4.2 Résistance à l'imprévisible : L'approche de l'art de la guerre	555
4.3 Décision finale	558
Section III: Écart entre notre méthode et celle des investisseurs institutionnels Vietnamiens..	558
Conclusion générale	560
Bibliographie.....	574

Table de Figure	591
Tableaux	593
Annexe.....	594

Introduction générale

1 L'objet et le contexte de recherche

Après la Seconde guerre mondiale, le développement de la sphère financière a entraîné des évolutions majeures et irréversibles dans la structuration des marchés et dans les comportements des acteurs économiques. En parallèle, les évolutions technologiques, notamment dans le domaine de l'informatique, ont permis et favorisé une accélération des capacités d'anticipation, de traitement et d'analyse des données financières à l'échelle mondiale. Dans ce domaine, à partir des années soixante et soixante-dix, de nombreux auteurs ont étendu leurs réflexions à d'autres recherches thématiques, telles que les mathématiques et la psychologie. En outre, ces échanges croissants ont amené les entreprises cotées sur les marchés financiers à rechercher des ressources en capital non seulement auprès des investisseurs domestiques mais aussi des investisseurs étrangers, dans un double but de rapidité et d'efficacité. Dans ce contexte, l'ouverture et l'intensification des échanges permettent désormais aux détenteurs de capitaux d'obtenir, d'une manière croissante, des opportunités d'investissement en achetant ou en vendant des titres sur des marchés financiers internationalisés.

La globalisation financière est ainsi devenue une nouvelle logique guidée par la prise en compte des composantes géographiques de l'économie mondiale. Cependant, les évolutions souvent chaotiques des marchés financiers, notamment les bulles spéculatives et les crises financières des années récentes, ont mis en avant la réalité cruciale des problèmes d'asymétrie et les impossibilités concrètes d'obtenir des évaluations fiables et réalistes de nombreux actifs. Il en est fréquemment résulté une perte de confiance des investisseurs et des destructions de valeurs incommensurables et sans précédent. De surcroît, les phénomènes psychologiques exercent des impacts profonds sur les décisions des protagonistes de la sphère financière. Avec l'avènement de société d'information et la démocratisation de la communication, les investisseurs ne se conforment plus, d'une manière systématique, aux logiques conventionnelles des décisions d'investissement. En effet, la globalisation financière, en intégrant les facteurs psychologiques, place les investisseurs dans des environnements turbulents et incertains, avec des menaces de caractère imprévisible. Aussi, les contraintes et les dangers de la globalisation financière¹ sont-ils devenus un défi majeur pour tous les investisseurs, d'autant plus que les Etats et les institutions financières² ont montré leur impuissance et les limites de la régulation lors des crises majeures des vingt dernières années.

¹ La **globalisation financière** (ou mondialisation financière) désigne la constitution d'un marché régional intégrant des financements extérieurs. Ce volet financier de la [Mondialisation](#) comporte trois dimensions : géographique (mobilité des capitaux d'un pays à un autre), fonctionnelle (le [marché de capitaux](#) était compartimenté : [marché monétaire](#), [marché boursier](#), etc.) et temporelle (les marchés fonctionnent aujourd'hui 24/24 H et en [temps réel](#)).

² En [économie](#), une **institution financière** est une [institution](#) publique ou privée, qui assure une mission économique ou financière ou procure des [services financiers](#) à ses clients.

En outre, l'ouverture au commerce international et l'extension du libre-échange, stimulée par la réduction des barrières tarifaires et non tarifaires, a instauré une globalisation générale des échanges entre les nations et les entreprises. Ce vaste processus offre aux pays émergents ou en développement d'immenses opportunités commerciales et leur permet en outre d'obtenir de nouvelles sources de financement.

Cependant, la mondialisation implique une concurrence acerbée entre les pays et une exposition accrue aux turbulences extérieures, ainsi qu'une complexité croissante des relations entre les entreprises et les Etats nations. Dès lors, décrypter les tendances majeures qui influent sur la mondialisation des marchés devient un enjeu majeur pour les investisseurs, afin de garantir la cohérence et la rationalité de leurs prises de décision.

Afin de prendre de « bonnes positions » sur les marchés financiers, les investisseurs doivent disposer d'informations pertinentes sur les entreprises dans lesquelles ils souhaitent investir. Dans un contexte mondialisé, le développement des technologies de l'information et de la communication permet désormais aux investisseurs de rechercher et d'accéder à des informations plus facilement que lors des décennies antérieures. Cependant, ils doivent également se confronter à la surabondance d'informations, aux risques de désinformations ou à des manques d'informations pertinentes lors des prises de décision d'investissement. Cela incite les investisseurs à s'interroger sur des méthodes plus adéquates leur permettant d'accéder aux informations pertinentes et de gérer les risques informationnels dans un contexte mondialisé. A cet égard, la littérature met à disposition de nombreuses approches conventionnelles qui permettent aux investisseurs potentiels d'évaluer rationnellement les entreprises cibles à l'aide de différents indicateurs. Il s'agit usuellement d'indicateurs financiers, complétés par des paramètres non financiers. Cependant, ces indicateurs et ces paramètres ne reflètent pas toujours les performances réelles des entreprises, dans un environnement de plus en plus complexe en matière de prises de décision.

Face à de telles réalités, confrontés aux changements décisifs de l'environnement et à des sources d'incertitude multiples, les chercheurs ainsi que les détenteurs de capitaux rencontrent souvent des difficultés majeures dans l'analyse des décisions d'investissement. Dans la plupart des approches conventionnelles, les prévisionnistes et les analystes financiers utilisent des instruments statistiques afin de prévoir les tendances futures à partir d'extrapolations de tendances passées. Ces instruments reposent sur l'hypothèse de normalité des lois statistiques, ce qui autorise des logiques d'inférence statistique, de test et de corrélation.

Les ^{institutions} financières privées (appelées [établissements financiers](#)) sont en général tributaires d'une [réglementation financière](#) édictée par les [autorités financières](#).

Néanmoins, au cours des crises des années récentes, les résultats de ces projections ont été mis en défaut et ont inspiré des calculs erronés. Les crises financières récurrentes des vingt dernières années ont principalement résulté de chocs difficilement prévisibles, même si les raisonnements des investisseurs ont fait l'objet d'une rationalisation a posteriori. Aussi, les investisseurs, à notre époque, ne peuvent-ils plus se contenter d'appliquer des stratégies d'investissement à long terme issues des approches conventionnelles. Ils doivent anticiper en permanence pour s'adapter à un environnement sans cesse fluctuant et prendre ainsi « les bonnes décisions » d'investissement aux « bons moments ».

Afin de pallier ces difficultés majeures, nous proposons de compléter les démarches conventionnelles par une utilisation des paradigmes de l'intelligence économique ³appliqués au domaine financier. Cette approche novatrice vise à définir un cycle de renseignement permettant l'identification des besoins en information et contribuant à l'analyse, à la validation et à la diffusion des informations disponibles sur les entreprises cibles. Nous considérons en effet que les prises de position sur les marchés financiers dépendent certes de critères financiers et non financiers, mais aussi d'éléments liés à l'image et à la réputation des entreprises, ces différents éléments étant d'ailleurs en interaction.

La première étape de cette investigation concerne la collecte de l'information. En effet, l'information disponible sur une entreprise est hétérogène : formelle ou informelle, éditée sur papier ou électronique, primaire ou secondaire, ouverte ou fermée, financière, sociétale, légale, économique, technologique... La recherche consiste, en premier lieu, à identifier, dans le contexte socio-économique d'un pays émergent, quelles sont les sources d'information disponibles sur les entreprises afin d'en dresser une typologie. En second lieu, il s'agit d'identifier, avec autant de précision que possible, des « indicateurs » de l'image ou de la performance d'une entreprise. Cette démarche de collecte d'information s'inscrit dans une logique de surveillance continue afin de détecter des signaux faibles ⁴ou des éléments permettant aux investisseurs de comprendre et d'anticiper les changements de tendance. Ces informations, une fois obtenues, doivent permettre la mise en place d'un tableau de bord comportant des indicateurs économiques, financiers et non financiers et reflétant ainsi une perception plus intuitive, correspondant à l'image ou à la réputation de l'entreprise cible. Les investisseurs disposeraient ainsi d'un modèle d'aide à la décision permettant de mieux appréhender les risques et les défis de la mondialisation et aussi ceux induits par l'« explosion de l'information ».

³L'intelligence économique peut être définie comme l'ensemble des actions de recherche, de traitement et de diffusion (en vue de son exploitation) de l'information utile aux acteurs économiques.

⁴ Lesca définit ainsi le concept de « signal faible » : Information émise délibérément à l'attention d'un tiers (mais pas nécessairement de celui qui capte) + Interprétation(s) du ou des sens possibles par le capteur occasionnel + Imagination de changements futurs possibles (anticipation) = Signal faible.

Néanmoins, les modélisations de ce type, en cherchant à connaître le futur par des extrapolations de tendances passées, peuvent sembler elles aussi d'une portée heuristique limitée.

Dans son livre « Le Cygne noir – La Puissance de l'imprévisible », Nassim Nicolas Taleb décrit un monde incertain gouverné par des phénomènes imprévisibles. Dans la sphère financière, il existe toujours des éléments extérieurs influençant, directement ou indirectement, les indicateurs et ratios, les paramètres technologiques ou scientifiques et les représentations sociétales. Comment pouvons-nous identifier tous ces éléments et les gérer de manière efficace dans un monde en mutation ? La réponse à cette question conduirait les investisseurs à adopter une nouvelle logique de prise de décision au sein d'un contexte économique globalisé, structurellement instable et en évolution rapide

En conformité avec les théorisations de Hayek (1937), les investisseurs communiquent et coordonnent leurs décisions à travers les prix du marché. Aussi, les investisseurs, dans un premier temps, observent-ils les prix du marché, puis, à partir de ces derniers, modifient leurs propres prévisions. Enfin, dans un deuxième temps, ils diffusent des informations anticipatives vers le marché sous forme de prix des titres, que ceux-ci soient rationnels ou irrationnels. Il en résulte que la détermination des prix des titres ne résulte pas uniquement de la rationalité des investisseurs qui transmettent des ordres, mais aussi et surtout de la confrontation de ces ordres entre eux. Autrement dit, la somme des rationalités limitées de chacun des investisseurs présents sur le marché amène une qualité de prix acceptable, la sous-évaluation des uns étant compensée par la surévaluation des autres. Cela montre que le fonctionnement des marchés demeure conforme à l'hypothèse d'« efficience des marchés »⁵ que l'on qualifie également de « marchés théoriques ». Cependant, nonobstant le caractère dominant de l'hypothèse d'efficience des marchés depuis les années soixante-dix, de nombreuses recherches ont révélé des antinomies entre le fonctionnement théorique des marchés et leur comportement réel⁶. Ces contradictions font en effet diverger les prix des titres de leur valeur intrinsèque et interviennent durant des périodes d'instabilité avec une information difficile à décrypter. Dans ces situations, les investisseurs se fient davantage aux prévisions des autres investisseurs sur les prix des actifs plutôt qu'à l'évolution réelle des prix des actifs, ce qui semblerait confirmer la pertinence de la théorie des bulles spéculatives. Dans ce cas et si la bulle est rationnelle, les marchés demeurent efficaces même si tout arbitrage devient impossible.

⁵Un marché financier est dit efficace si et seulement si l'ensemble des informations concernant chaque actif financier coté sur ce marché est immédiatement intégré dans le prix de cet actif

⁶Le marché réel d'un produit est mesuré par le volume des ventes et leur valeur effective au cours d'une période de référence.

Néanmoins, les changements de contexte économique et le développement rapide de l'information et de la communication mettent les investisseurs dans un environnement turbulent, au sein duquel les décisions d'investissement sont influencées, directement ou indirectement, par de nombreux phénomènes externes perçus comme « anormaux ». Dès lors, selon Taleb, si les prévisionnistes parviennent à anticiper les phénomènes dans un contexte « normal », ils sont souvent désarmés devant des phénomènes exogènes perçus comme « anormaux ».

En outre, les recherches de Tellock montrent les limites des prévisions des analystes financiers, limites révélées par les constatations suivantes :

- Les taux d'erreur sont supérieurs aux espérances.
- Il est impossible de distinguer les prévisions émises par un chercheur qualifié de celles émises par un simple étudiant.
- Les prévisions d'experts reconnus ont parfois moins de pertinence que les intuitions de simples individus sans compétence particulière.
- Il existerait une dissonance cognitive imputable aux excès de confiance des prévisionnistes.
- Les prévisionnistes fondent leurs explications et leurs analyses essentiellement à partir des données du passé.

De ce constat, Taleb tire une conclusion importante sur la qualité des prévisions susceptibles de guider les prises de décision dans l'incertain, conclusion qu'il synthétise ainsi : *« Je ne parviendrai jamais à connaître l'inconnu puisque par définition, il est inconnu. Cependant, je peux toujours deviner la façon dont il pourrait m'affecter, et essayer de fonder mes décisions sur cette prescience »*.

Dans le cadre de cette logique, les investisseurs doivent se concentrer sur les conséquences d'un événement extrême plutôt que sur sa probabilité lors d'une prise de décision, afin d'en atténuer les retombées. En conformité avec ces raisonnements, l'auteur recense trois raisons essentielles qui restreignent la portée des analyses prévisionnelles:

- 1) *L'arrogance épistémique*⁷ ou excès de confiance et la cécité par rapport au futur.

⁷L'arrogance épistémique : Taleb explique les deux situations suivantes par notre croyance irraisonnée dans les prévisions : 1) Une surestimation de ce que nous savons ou la propension à croire que nous savons beaucoup plus que nous ne savons en réalité. A cet égard, le dépassement parfois invraisemblable de nos prévisions budgétaires et de délai concernant les projets d'une certaine envergure en est une démonstration éclatante. – 2) Une sous-évaluation de l'incertitude qui aboutit à réduire sans discernement l'espace de l'inconnu.

- 2) La notion platonicienne des catégories, qui conduit à des réductions abusives, voire à des duperies, surtout de la part d'universitaires diplômés, dans des disciplines affectées par une carence ou une absence d'experts.
- 3) Des outils de déduction défectueux, surtout ceux dont l'utilisation est privilégiée par le Médiocristan⁸, inaptes à considérer l'existence des Cygnes Noirs.

A partir de ces constatations, la reconnaissance de l'anomie des marchés a imposé la remise en question de certaines hypothèses de la « finance rationnelle » en suscitant l'exploration de théories alternatives visant à inspirer de nouveaux modèles de prise de décision.

Phénomène désormais établi, les lois statistiques observées dans le domaine de la prévision financière ne sont pas « normales » et ne convergent pas obligatoirement vers les « lois normales » du monde incertain. Il est donc hasardeux d'utiliser sans discernement les techniques statistiques reposant sur la normalité des lois comme le font les prévisionnistes.

Sur le fondement de ces constats, notre recherche propose une démarche novatrice à travers des « lois zipfiennes », lois d'une utilisation fréquente en science de l'information et de la communication, afin de renforcer la cohérence dans les processus de prise de décision dans l'incertain. Ces lois, par un grand nombre d'observations, parviennent à intégrer des valeurs très élevées, aberrantes au sens de la statistique traditionnelle. Cela implique que le concept d'écart-type n'a plus de sens, du fait de l'existence de disparités entre les observations normales et les observations extrêmes. Or, c'est précisément dans ces valeurs « aberrantes » que se situent les ruptures, les crises ou les paliers. Dans un tel contexte, les lois statistiques gaussiennes sont caduques et nécessitent un complet renouvellement.

Notre travail de recherche vise à introduire les paradigmes de l'intelligence financière⁹ et l'utilisation des lois zipfiennes comme des outils d'aide à la décision dans les processus d'investissement. Cette démarche pourrait permettre une meilleure adaptation aux contraintes de la mondialisation économique et financière, en exploitant les technologies de l'information et de la communication, dans le but de mieux gérer les incertitudes sur les marchés financiers.

Nous proposons de compléter les méthodes conventionnelles des prévisionnistes dans le domaine financier par les approches et techniques utilisées en sciences de l'information et de la communication. Cette recherche pluridisciplinaire vise à transposer, dans le domaine

⁸Médiocristan : est le lieu où l'on doit subir la tyrannie du collectif, du routinier, de l'évident et du prévu. Voir le glossaire - Dans « Le Cygne Noir : la puissance de l'imprévisible ».

⁹L'intelligence financière est considérée comme l'ensemble des actions de collecte, de traitement et de mise en relation de données financières, d'une obtention difficile, afin de promouvoir une information pertinente susceptible d'aider les investisseurs sur des enjeux stratégiques majeurs.

financier, les paradigmes de l'intelligence financière et les techniques de gestion de l'imprévisible. Dans ce but, nous tenterons d'abord d'identifier des sources d'informations pertinentes et les facteurs essentiels de succès identifiés par un système de renseignement afin de guider les prises de décision des investisseurs en situation d'incertitude. Ce travail fera ensuite l'objet d'une étude empirique conduite auprès d'institutions financières vietnamiennes.

A cet égard, jusqu'au milieu des années quatre-vingt, dans un contexte d'après-guerre, le Vietnam apparaissait comme une économie fermée, régulée et protégée, sans activité concurrentielle. Après le Doi Moi ¹⁰, à partir de 1986, à la suite de réformes multiples visant à engager le pays dans une transition vers l'économie de marché, des transformations structurelles décisives sont intervenues. L'économie vietnamienne, dans un contexte nouveau d'ouverture et de libéralisation, a connu une forte croissance, avec d'impressionnantes performances dans la plupart des secteurs productifs. Cette croissance a résulté d'une ouverture rapide et soutenue aux échanges internationaux, dans le contexte d'un essor rapide des activités marchandes. Etape décisive, l'adhésion du Vietnam en 2006 à l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) a confirmé le caractère irréversible de l'ouverture et de l'internationalisation de l'économie vietnamienne, avec l'apparition de contraintes majeures en matière de concurrence et de compétitivité. Conséquence de l'intégration dans l'économie mondialisée, l'intelligence financière est devenue une nécessité pour les investisseurs institutionnels sur des marchés de capitaux en émergence rapide. Dans le cadre de cette recherche, nous souhaitons démontrer le potentiel conceptuel et opérationnel de l'intelligence financière pour les investisseurs institutionnels.

Notre recherche se fixe comme objectif heuristique d'apporter des réponses à deux questions essentielles pour des investisseurs confrontés aux défis de l'internationalisation et de la mondialisation, dans le contexte d'une économie vietnamienne en transition.

- 1)** Comment proposer aux opérateurs des marchés financiers un modèle novateur de *prise de décision en situation d'incertitude*, ainsi qu'un système de renseignement pertinent en complément des approches conventionnelles ?
- 2)** *Quelle serait l'utilité opérationnelle de ce modèle, dans le contexte socio-économique spécifique d'un marché émergent, contexte auquel se trouvent confrontés les investisseurs vietnamiens ?*

¹⁰Doi moi : « nouveau (*mới*) changer (*đổi*) » ou « renouveau » en [vietnamien](#), désigne l'ensemble des réformes économiques engagées au [Viêt Nam](#) à partir de [1986](#). L'[économie de marché](#), considérée comme « compatible avec le socialisme », a été autorisée puis encouragée par le [Parti Communiste Vietnamien](#).

2 La méthode heuristique et le champ thématique de notre recherche

Dans le contexte d'une économie mondialisée, les chercheurs et les praticiens de la finance rencontrent des difficultés majeures dans la définition et la conception de méthodes d'évaluation des investissements. A cet égard, Desbrieres et Broye ont recensé treize méthodes d'évaluation des investissements regroupées en trois catégories :

- Les multiples et les multiplicateurs sectoriels
- Les critères patrimoniaux
- La valeur actualisée nette des flux.

Les méthodes d'évaluations des investissements sont alors fondées sur les hypothèses de théorie financière néoclassique et de la théorie de la rationalité limitée, au sens de Simon :

- Toutes les informations sont intégrées parfaitement dans le prix des actifs sur le marché financier.
- Les agents économiques sont rationnels et leurs préférences peuvent être identifiées et quantifiées.
- Les agents cherchent à maximiser l'utilité des biens consommés, tandis que les entreprises cherchent à maximiser leur profit.
- Les phénomènes économiques peuvent et doivent être étudiés à l'aide des mêmes méthodes que les phénomènes physiques.

Cependant, cette approche est sujette à critique car elle ignore des aspects essentiels de la réalité des comportements humains, outre les biais normatifs souvent contestables de l'économie néoclassique. Par ailleurs, ces approches reposent sur des modèles mathématiques complexes souvent éloignés des réalités et des dynamiques de l'économie réelle. De surcroît, les analystes et les prévisionnistes utilisent souvent les lois statistiques gaussiennes, ce qui a conduit à des projections souvent mises en défaut par le caractère imprévisible des chocs qui ont conduit aux crises financières.

Partant de ce constat, notre recherche vise à concevoir un modèle novateur de l'investissement boursier, en utilisant et en appliquant les approches de l'intelligence économique à la sphère financière et à la gestion de l'imprévisible.

Lors de l'évaluation d'une entreprise cible en situation d'incertitude, l'une des préoccupations majeures des chercheurs est de mieux décrypter l'environnement de cette entreprise cible, tant sur ses marchés d'activités et que sur les marchés financiers où s'effectue sa cotation. Il incombe donc aux investisseurs de s'adapter efficacement aux mutations du contexte international, d'une part en anticipant les risques et les menaces susceptibles d'influer sur les critères d'évaluation de ladite unité et, d'autre part, en prenant en considération les opportunités révélées par les critères de sélection des investissements.

A cet égard, plusieurs contributions en science du management ont mis en avant des méthodes de surveillance de l'environnement permettant à l'entreprise une adaptation anticipative (Aguilar, 1967). Au demeurant, la nécessité de capter les signaux faibles de l'environnement annonciateurs de surprises stratégiques a été clairement mentionnée par Ansoff (1975). Ultérieurement, Chedia Dhaoui (2008) devait définir les bases d'un système d'intelligence économique permettant aux entreprises de s'adapter aux changements incessants de l'environnement, par un meilleur pilotage stratégique. Un tel système devrait aider les dirigeants de l'entreprise à agir de façon proactive, déterminée et pertinente pour influencer favorablement l'environnement, afin d'acquérir des avantages concurrentiels et de pérenniser l'amélioration de leur position stratégique. Ces constats justifient l'utilisation de l'intelligence économique dans le domaine financier afin de permettre aux investisseurs de mieux décrypter l'environnement de l'entreprise cible.

Néanmoins, à ce jour, une revue de la littérature ne révèle que peu de liens entre l'intelligence économique et la finance du point de vue de l'investisseur en bourse. Cette absence est surprenante dans la mesure où de nombreuses composantes de la finance concernent directement les champs couverts par l'intelligence économique. Ce constat justifie pleinement une tentative de transposition des approches de l'intelligence économique à la sphère financière.

Dans le cadre de notre recherche, nous pensons que l'utilisation des paradigmes de l'intelligence économique dans le domaine financier peut permettre la conception de systèmes de renseignement susceptibles d'aider efficacement les investisseurs dans leurs prises de décision en situation d'incertitude. Cette grille systémique leur permettrait d'acquérir une liberté d'action résultant d'une conjonction entre « réactivité »¹¹, « pré-activité »¹² et « proactivité »¹³. La finalité serait alors de réduire sensiblement les risques et de maîtriser les contraintes environnementales de la cible, en anticipant des menaces potentielles et en détectant des opportunités d'investissement susceptibles d'améliorer les performances de leurs portefeuilles.

En outre, le système d'intelligence économique proposé sera complété par l'utilisation de la statistique zipfienne, considérée comme un outil d'aide à la décision permettant aux investisseurs de détecter des risques susceptibles de provoquer des chocs difficilement prévisibles et susceptibles de générer des crises financières.

En effet, dans le domaine financier, les approches en termes d'intelligence économique et celles que permettent la statistique zipfienne s'appuient sur trois champs fondamentaux, à

¹¹Réactivité : capacité et rapidité de réaction des investisseurs au contexte économique changeant.

¹²Préactivité: capacité à prendre en considération les changements prévisibles et à s'y préparer (Ane MirenBustinduy, 11 Novembre 2004)

¹³Proactivité : capacité à agir afin de provoquer les changements souhaités.

savoir les sciences de l'information et de la communication, les sciences économiques et le management stratégique.

Dans ces conditions, notre recherche revêt une dimension pluridisciplinaire et délibérément transversale sur plusieurs champs thématiques, ce que nous pouvons ainsi synthétiser.

1) Lors d'une première étape, nous axons notre problématique sur les sciences de l'information et de la communication, afin de trouver une solution adéquate aux défis des investisseurs dans un contexte économique mondialisé et fluctuant. Dans ce cadre, nous cherchons à appréhender les paradigmes de l'intelligence économique permettant d'identifier des concepts opérationnels et des méthodes d'anticipation des risques susceptibles de peser sur l'entreprise cible. Nous appliquons ensuite ces concepts à la sphère financière, afin d'obtenir les éléments d'un système spécifique d'intelligence financière. Ce système devrait permettre aux investisseurs de réagir rapidement et efficacement aux changements incessants de l'environnement. Dans ce but, nous nous référons aux travaux concernant :

- Les sources d'informations disponibles sur les entreprises cibles,
- Les systèmes d'informations utiles pour l'investisseur,
- La modélisation des comportements des utilisateurs – acteurs et leur interaction dans un processus d'intelligence financière.

Nous déterminons ces thèmes de recherche dans la continuité des acquis de l'intelligence économique. En outre, nous intégrons d'autres acquis en sciences de l'information et de la communication, portant sur les techniques modernes de gestion de l'imprévisible, afin d'obtenir un outil modélisé et opérationnel d'anticipation des risques à destination des investisseurs.

2) Lors d'une deuxième étape, nous resituons notre recherche dans le cadre théorique des sciences économiques, par une utilisation des instruments conventionnels de l'analyse et de la prévision financières. Cette investigation nous procure une vision d'ensemble des méthodes d'évaluation des investissements et de leurs limites dans un contexte économique mondialisé. A partir de là, nous pouvons prendre en considération des indicateurs financiers inspirés des théories néoclassiques¹⁴. Nous intégrons en outre, dans notre démarche heuristique, certains acquis des recherches sur la rationalité limitée¹⁵ et sur les bulles spéculatives¹⁶. Ces thèmes de

¹⁴ L'école néoclassique est un terme générique utilisé pour désigner plusieurs courants économiques qui étudient la formation des [prix](#), de la [production](#) et de la distribution des [revenus](#) à travers le mécanisme d'[offre et de demande](#) sur un [marché](#). L'hypothèse de maximisation de l'[utilité](#) qui sous-tend ses calculs économiques la rattache au courant [marginaliste](#) né à la fin du [XIX^e siècle](#). Des trois fondateurs du marginalisme à savoir [Léon Walras](#), [Carl Menger](#) et [William Stanley Jevons](#), le premier nommé est celui qui a la plus forte influence sur l'école néoclassique actuelle.

¹⁵ La **rationalité limitée** est un concept utilisé en [sociologie](#) et en [micro-économie](#). Il porte sur l'étude du comportement d'un individu (ici appelé acteur) face à un choix (l'achat d'un produit,...). Il suppose que l'acteur

recherche sont censés nous permettre de mieux comprendre les aspects psychologiques de la finance, notamment le comportement des investisseurs lors des prises de décision. Ces apports tiennent compte en effet de la complexité et de la turbulence de l'environnement de l'entreprise cible, ainsi que du caractère souvent imprévisible des risques. Egalement, ces thématiques se fondent sur la reconnaissance des facteurs de risque tels que la dissonance cognitive sur les marchés financiers, par une intégration des aspects psychologiques de la finance, aspects qui influent indéniablement sur les prises de décision. Pour cela, nous utilisons les instruments des analyses conventionnelles de l'analyse statistique, afin de valider ou d'infirmer les hypothèses formulées. Toutefois, ces instruments se fondent principalement sur des modèles de séries temporelles ou sur des méthodes d'estimation semi-paramétrique davantage que sur des modèles structurels. En effet, la prédominance des modèles de séries temporelles milite en faveur d'approches de nature descriptive intégrant les analyses de l'espérance conditionnelle, de la variance (ou de la volatilité) des variables étudiées, avec des applications empirico-statistiques aux séries financières (Nelson-1991, Bollerslev, Chou et Kroner-1992 et, pour l'ensemble de ces techniques, cf. Gouriéroux-1992).

Au début des années soixante-dix, les modélisations des séries temporelles en finance se limitaient au modèle linéaire gaussien. Cependant, cette logique s'est fréquemment heurtée à des problèmes de non-linéarité d'une importance cruciale dans les estimations financières, notamment du fait de l'instabilité de l'économie mondiale. Pour surmonter ce handicap, nous avons estimé utile de nous référer aux modélisations en termes d'asymétrie ainsi qu'aux « effets de grappes » analysés par Mandelbrot. Ces modèles ont permis un renouvellement épistémologique permettant d'intégrer les asymétries d'information, ainsi que les phénomènes de seuil et de volatilité.

Dans son ouvrage, « Le Cygne Noir : la puissance de l'imprévisible », Nassim Nicolas Taleb a démontré les carences d'une logique gaussienne dans le contexte de la mondialisation, lorsque les lois statistiques observées dans le domaine de la prévision financière ne sont pas « normales » et ne convergent aucunement vers les lois « normales ». Dans un tel contexte, l'appareillage statistique gaussien conventionnel est caduc et doit être renouvelé.

3) Enfin, lors d'une troisième étape, nous avons focalisé notre attention sur les modèles qui visent à intégrer les apports de l'intelligence économique et financière aux processus décisionnels en matière d'investissement. A cet égard, les fonctions d'intelligence économique et financière utilisent les multiples champs thématiques des sciences de gestion tels que le management stratégique, le marketing, le commerce international, la gestion des ressources humaines, les ratios financiers, la finance d'entreprise et les systèmes d'informations. En complément, nous avons utilisé les résultats de recherches sur l'image de l'entreprise cible, qui essaient de caractériser son image, son good will ou sa réputation par

économique a un comportement rationnel, mais que sa rationalité est limitée en termes de capacité cognitive et d'information disponible. Dès lors, l'acteur va généralement s'arrêter au premier choix qu'il jugera satisfaisant.

¹⁶Les bulles spéculatives : selon Philippe Gilet (2006), une bulle spéculative est un phénomène consistant, pour le prix d'un actif financier coté au comptant ou à terme, à s'écarter durablement de sa valeur fondamentale avant de s'effondrer pour retrouver sa valeur d'origine.

des indicateurs fondés sur des informations crédibles et accessibles. Nous avons pu ainsi aboutir à la conviction que l'intelligence économique peut être intégrée dans divers domaines de recherche tels que les sciences de l'informatique, les mathématiques, les sciences sociales, juridiques et politiques ou la psychologie sociale.

La caractéristique majeure de notre recherche réside dans le fait qu'elle s'intéresse à une combinaison de trois approches complémentaires dans le but de guider les décisions d'investissement dans un contexte mondialisé, évolutif et instable : l'analyse financière s'inscrivant dans le cadre de l'analyse stratégique, l'intelligence économique et la gestion de l'imprévisible.

Dès lors, l'ambition heuristique de notre travail vise la pluridisciplinarité et la transversalité, sur la base d'expérimentations concernant une économie en émergence rapide comme celle du Viêt Nam.

Ainsi l'analyse financière, combinée aux paradigmes de l'intelligence économique, peut nous permettre d'identifier des signaux faibles précurseurs d'un éventuel changement de tendance, comme par exemple la chute des cours des titres boursiers au Vietnam pendant la crise financière en 2008.

Aussi, le sujet de notre recherche répond-il aux préoccupations de plus en plus cruciales des investisseurs institutionnels et des gouvernements de pays émergents, afin de les aider à limiter les conséquences négatives de menaces réelles mais difficilement prévisibles.

3 La problématique scientifique et les hypothèses soumises à une vérification empirique

Les investisseurs recherchent des opportunités d'investissement sur des marchés financiers fortement perturbés par l'adversité du contexte mondialisé. Il est donc indispensable qu'ils puissent disposer d'informations et de repères significatifs. Pour cela et afin de prendre rationnellement position sur les marchés, ils doivent pouvoir analyser objectivement les données financières passées afin de filtrer des informations adéquates dans les délais nécessaires.

Néanmoins, dans un monde globalisé les informations, notamment financières, sont transformées très rapidement. Avec les nouvelles technologies, les informations ne sont plus diffusées dans un seul pays mais partout dans le monde. Au sein de ce monde instable, les investisseurs sont souvent confrontés à des informations contradictoires et aussi à des phénomènes de surinformation. Pour ne pas perdre d'opportunités d'investissement, les

investisseurs sont tenus de réagir rapidement et de s'adapter à des contextes financiers en renouvellement constant. Pour prendre une « bonne décision », les investisseurs doivent non seulement prendre en considération les opportunités offertes par certains titres mais aussi les risques qu'ils peuvent véhiculer. Ils doivent par conséquent se préparer aux changements imprévisibles pour ne pas se laisser surprendre par d'éventuelles conséquences indésirables. Ainsi, doivent-ils avoir la capacité de définir les informations nécessaires, de les collecter, de les traiter, de les analyser, de les archiver et enfin de disposer des renseignements synthétiques pertinents au bon moment. Ces étapes correspondent bien à un cycle de renseignement que l'on peut trouver facilement dans les paradigmes de l'intelligence économique.

Par cette approche, le but de notre recherche est de guider les attentes des décideurs en proposant une méthodologie adéquate pour les choix d'investissement par une utilisation des concepts de l'intelligence financière.

Néanmoins, apparaissent plusieurs difficultés majeures dans la mise en place en place d'un processus d'intelligence financière comme outil d'aide à la décision.

La première difficulté est d'introduire les approches systémiques de l'intelligence économique dans les processus d'investissement. Normalement, il existe deux processus de décision bien connus des investisseurs : le « top-down » et le « bottom-up ».

Par référence au top-down, le décideur doit sélectionner en premier un niveau sectoriel ou géographique, avant de descendre à un niveau inférieur (une branche ou un sous-sectoriel, par exemple). En second lieu, il doit percevoir les meilleures cibles au sein de la branche ou du sous-secteur et enfin décider du choix des meilleurs titres.

Au contraire, un processus de bottom-up débute par des choix de titres qui en s'agrégeant, deviennent finalement des choix sectoriels puis géographiques.

Ces deux types de processus sont des processus de base qui se déclinent suivant plusieurs variantes. En réalité, les investisseurs institutionnels ne se réfèrent jamais à un seul processus décisionnel, du fait de l'existence de multiples contraintes induites par le temps, la diversité des choix et les changements dans les réglementations. Ces contraintes limitent la liberté de choix des décideurs qui ne peuvent librement choisir les titres qu'ils souhaiteraient. Tenant compte de ces réalités, les paradigmes de l'intelligence économique permettent aux

investisseurs de parvenir à des solutions par l'anticipation (ou la détection anticipée des événements et des changements réglementaires), ainsi que par l'amélioration des connaissances

Néanmoins, la diversité des situations au niveau des secteurs, des branches ou des sous-secteurs rend l'utilisation des paradigmes et des démarches systémiques de l'intelligence économique des plus ardues. En effet, au sein de chaque secteur ou de chaque branche, les critères décisionnels doivent être hiérarchisés afin de tenir compte de la spécificité des activités. Les critères de décision ne peuvent en aucun cas être identiques sur des marchés financiers souvent compartimentés. Dès lors, la prise de décision doit souvent revêtir un caractère collectif par l'instauration éventuelle d'une instance ou d'un comité de décision.

La deuxième difficulté, en conformité avec la théorie de l'agence, découle du caractère asymétrique des informations disponibles entre les investisseurs et les dirigeants ou les managers. Ainsi, les éventuels conflits entre les différentes « parties prenantes » (salariés, actionnaires, institutions fiscales et parafiscales...) de la cible peuvent avoir des conséquences sur sa performance. Les dirigeants ou managers accèdent prioritairement à ces informations, contrairement aux investisseurs. Cette situation implique des risques potentiels et imprévisibles pour ces derniers.

La troisième difficulté résulte des limites des recommandations des analystes financiers qui incitent souvent les investisseurs à prendre des décisions irrationnelles. Même quand les prix des titres s'éloignent durablement de leurs valeurs fondamentales, le retour aux prix d'équilibre est inéluctable à long terme. De tels phénomènes ne peuvent qu'amenuiser la confiance des investisseurs à l'égard des analystes.

Après que les investisseurs aient défini la composition d'un portefeuille optimal, ils acquièrent les titres correspondants. Ils surveillent en conséquence les performances des entreprises cibles afin de minimiser les risques éventuels et de prévoir les menaces potentielles. Dans un monde stable, les caractéristiques incertaines de l'environnement sont censées prévisibles par le recours aux paradigmes néoclassiques et aux analyses financières conventionnelles. Néanmoins, les crises récentes ont montré les limites des analyses prévisionnelles fondées essentiellement sur des extrapolations de tendances passées. Les phénomènes financiers sont en effet souvent imprévisibles et échappent aux lois statistiques. Dès lors, la gestion des risques requiert des outils prenant en compte l'imprévisible afin d'éviter des surprises majeures devant des changements drastiques de l'environnement.

Sur des marchés émergents comme celui du Vietnam, les investisseurs doivent pouvoir disposer de modèles de prise de décision novateurs, opérationnels et pertinents dont la définition constitue l'axe majeur de notre recherche.

Cette préoccupation nous amène à exprimer les questions suivantes.

Comment proposer aux investisseurs institutionnels vietnamiens des modèles de prise de décision en situation d'incertitude et des systèmes de renseignement opérationnels, en complément des approches conventionnelles de l'analyse financière ?

Comment intégrer dans cette démarche les paradigmes de l'intelligence économique ?

Comment anticiper des menaces, imprévisibles par essence, dans le cadre d'une gestion rationnelle de portefeuille ?

Comment transposer cette démarche dans le contexte spécifique d'un marché émergent comme celui du Vietnam ?

Pour répondre à cette problématique, notre démarche heuristique comportera les étapes suivantes :

- Sélectionner une définition du système d'intelligence financière.
- Etablir un système de renseignement afférent aux prises de décision en situation d'incertitude.
- Identifier les facteurs de succès d'un tel système de renseignement, en utilisant les paradigmes de l'intelligence économique et de la gestion de l'imprévisible par une application à la sphère financière.
- Mettre en œuvre, d'une manière opérationnelle et pragmatique, un tel système de renseignement.
- Elaborer un modèle de prise de décision en situation d'incertitude destiné aux investisseurs institutionnels dans le contexte d'un marché émergent comme celui du Vietnam.

En conséquence, notre recherche se fonde sur les hypothèses suivantes :

Hypothèse n°1 : Il est possible de caractériser l'image d'une entreprise et sa réputation par des indicateurs accessibles.

Hypothèse n°2 : Il est possible de construire, à partir d'informations disponibles et crédibles, un tableau de bord permettant de mesurer l'attrait financier d'une entreprise vietnamienne.

Hypothèse n°3 : Il existe une interaction entre les indicateurs financiers et les indicateurs d'image

4 Le cadre méthodologique de notre recherche et le contexte d'expérimentation

A, Définition du cadre méthodologique de la recherche

Notre recherche se fonde sur une procédure d'investigation, sous la forme d'une enquête exploratoire de type qualitatif. Le recours à une démarche de ce type est justifié par la complexité des phénomènes étudiés et les difficultés d'accès à des données chiffrées qui par ailleurs ne font pas l'objet d'un consensus.

Notre recherche vise à répondre à deux questions principales :

Comment procèdent les investisseurs institutionnels, confrontés à une situation *d'incertitude*, pour parvenir à une *gestion rationnelle* et rentable de leurs portefeuilles ?

Quelle peut être la pertinence de ce nouveau mode opératoire en matière de prise de décision ?

D'après une revue de la littérature permettant de rappeler certains paradigmes théoriques essentiels, cette démarche d'investigation se structure en 5 étapes comme la figure suivante :

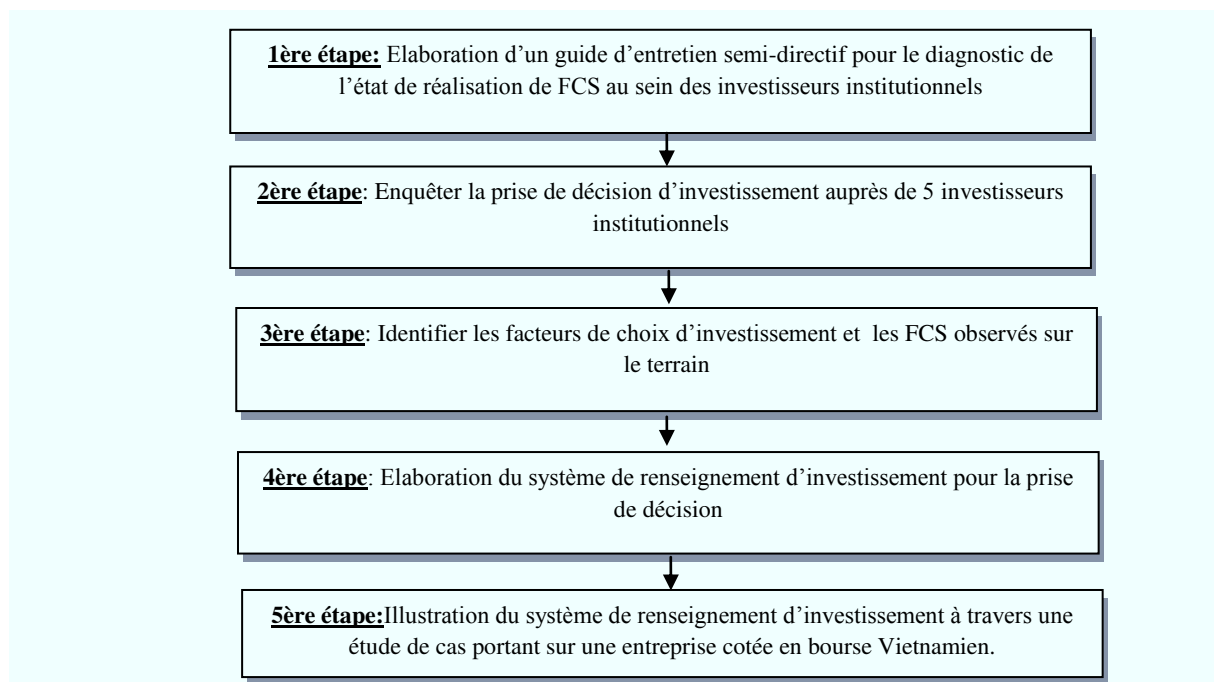


Figure 1 : Démarche d'investigation

Lors d'une première étape, nous définirons les éléments d'une application des paradigmes de l'intelligence financière aux décisions d'investissement en situation d'incertitude, à partir des principaux apports de la littérature afférente aux systèmes de renseignement et d'information. Pour ce faire, nous élaborons un guide d'entretien semi-directif pour le diagnostic de l'état de réalisation de FCS au sein des investisseurs institutionnels.

Lors d'une deuxième étape, notre démarche d'investigation comportera une enquête exploratoire de type qualitatif sur la base d'études centrées sur le comportement concret des investisseurs. Ces études de cas permettront l'utilisation concrète des paradigmes de l'intelligence économique et des techniques de gestion appliquées aux décisions d'investissement en situation d'incertitude.

Lors d'une troisième étape, nous essaierons d'identifier la liste de facteurs de succès du système de renseignement sélectionné à partir de l'enquête mentionnée ci-dessus. Cela nous permettra de hiérarchiser les critères utilisés dans le cadre des recherches exploratoires.

La quatrième étape correspondra à une phase d'élaboration de notre système de renseignement pour la prise de décision.

Lors d'une cinquième étape, nous entreprendrons alors de mesurer son impact sur les décisions concrètes des investisseurs à travers une étude de cas portant sur une entreprise cotée en bourse Vietnamiennne.

B. Le contexte d'expérimentation

Nous avons choisi le contexte vietnamien comme objet d'expérimentation de notre modèle de prise de décision d'investissement en situation d'incertitude. Il faut noter que les investisseurs doivent procéder à trois phases différentes dans leur processus d'investissement. Tout d'abord, ils effectuent une phase de présélection d'une entreprise cible à analyser. Cette phase les aide à s'assurer que l'entreprise cible est conforme à leur stratégie d'investissement et leur plan de charge. D'ailleurs, elle leur fournit les informations intéressantes concernant l'entreprise cible et ses domaines d'activités stratégiques pour que les investisseurs puissent les utiliser dans la phase suivante. Cette phase a lieu rapidement. Dans la deuxième phase, les investisseurs effectuent une analyse approfondie grâce à leur équipe d'investissement pour prendre la décision d'investissement finale sur l'entreprise cible. La dernière phase leur permettra de clôturer leur prise de décision.

Dans notre thèse, nous nous focalisons sur la deuxième et la troisième phase pour mettre en œuvre notre modèle d'aide à la décision d'investissement – le cycle de renseignement financier dans le contexte changeant. A cet égard, notre modèle comporte deux cycles de renseignements différenciés et complémentaires.

Le premier cycle de renseignement concerne l'identification et la détection d'opportunités permettant à l'investisseur de sélectionner une entreprise potentielle en vue d'une opération rentable.

Le deuxième cycle de renseignement intervient après l'acquisition de titres sur le marché boursier et concerne l'instruction des risques et d'éventuelles conséquences indésirables.

Rappelons que deux cycles de renseignement sont développés sur la même approche avec les mêmes étapes.

L'identification empirique des facteurs essentiels de succès permettra de guider les choix d'investissement et de suggérer les meilleures prises de position sur le marché. Dans ce but, nous aurons recours à des entretiens avec des investisseurs institutionnels sélectionnés.

Depuis 1988, la politique de libéralisation et d'ouverture aux investissements étrangers a permis à l'économie vietnamienne d'accéder à des sources internationales de financement. L'adhésion pleine et entière du pays à l'OMC en 2006 a confirmé le caractère irréversible de cette orientation. De ce fait, les structures organisationnelles du marché financier vietnamien doivent s'adapter aux réglementations internationales en vigueur. En outre, les investisseurs vietnamiens sont sérieusement concurrencés par des investisseurs étrangers qui disposent d'une expérience et de moyens supérieurs. A ces difficultés, il convient d'ajouter les effets dépressifs des crises financières internationales sur un marché périphérique et insuffisamment structuré comme celui du Vietnam.

Dans ce contexte, l'accès à l'information est devenu une nécessité cruciale, ce qui implique que les investisseurs puissent disposer d'instruments d'anticipation des menaces potentielles, malgré le caractère souvent imprévisible de ces phénomènes.

5 L'articulation de nos travaux et le plan de notre ouvrage

Notre ouvrage comporte quatre chapitres regroupés en deux parties.

- La première partie synthétise l'état de l'art ou état des connaissances.
- La seconde partie présente l'essentiel de nos contributions afférentes à l'élaboration d'un système de renseignement opérationnel et les résultats d'études empiriques dans le contexte spécifique du Vietnam.

La thèse est structurée comme suit :

INTRODUCTION GENERALE	
<u>PARTIE I :</u> ETAT DE L'ART	Revue de la littérature et développement du cadre conceptuel de la recherche
<u>Chapitre I :</u> Marchés financiers et	<ul style="list-style-type: none">- Etat des connaissances afférentes à la prévision et à l'analyse financière.- Etat de l'art permettant de caractériser la notion

dynamique de l'investissement	de rationalité limitée et de bulles spéculative <ul style="list-style-type: none"> - La finance comportementale et la dynamique de la prise de décision des investisseurs institutionnels.
<u>Chapitre II :</u> Intelligence économique et intelligence financière : les nouvelles méthodes heuristiques	<ul style="list-style-type: none"> - Analyse synthétique de la littérature et présentation des paradigmes de la recherche. - Etat des connaissances afférentes aux apports de l'intelligence économique en matière financière.
<u>PARTIE II :</u> Développement d'un système de renseignement pour investisseurs institutionnels Vietnamiens – Expérimentation – Le retour d'expérience – Synthèse	Constitution du système de renseignement sur les marchés financiers en situation d'incertitude.
<u>Chapitre III :</u> Contribution théorique vers un changement paradigmatique	<ul style="list-style-type: none"> - Rappel des modèles antérieurs - Etat de l'art permettant de caractériser le concept de l'image/de la réputation - Etat des connaissances permettant la transition d'une logique gaussienne à une logique zipfienne - Elaboration du cadre conceptuel de l'outil de décision dans l'approche de l'intelligence financière. - Etat des connaissances permettant de développer une méthode de la gestion de l'imprévisible - Elaboration d'un modèle de prise de décision et d'hypothèses de recherche sur les marchés financiers en situation d'incertitude. - Présentation d'un état d'esprit asiatique dans la gestion de l'imprévisible
<u>Chapitre IV :</u> Contribution empirique : le cycle de renseignement financier	<ul style="list-style-type: none"> - Une vue générale sur le marché financier Vietnamien - Recensement et classification des informations disponibles dans le contexte du Vietnam. - Analyses descriptives et analyses explicatives des impacts des facteurs clés de succès sur la décision d'investissement auprès des investisseurs institutionnels sélectionnés. - Synthèse des résultats de l'expérimentation au sein des investisseurs institutionnels Vietnamiens

	<ul style="list-style-type: none"> - Elaboration d'un système de renseignement financier intégrant la méthode de la gestion de risques imprévisibles pour investisseurs institutionnels sur le marché financier Vietnamien - Illustration du système de renseignement financier à travers une étude de cas portant sur l'entreprise aquacole Vietnamienne - Ecart entre notre méthode et celle des investisseurs institutionnels Vietnamiens.
<u>Conclusion générale</u>	

Tableau 1 : les articulations de notre recherche

Le tableau ci-dessus recense les articulations de notre recherche et appelle les précisions suivantes.

A) *La première partie synthétise l'état des connaissances et le cadre théorique ayant inspiré notre recherche.*

Cette partie se compose de deux chapitres.

- Le premier chapitre est centré sur les principaux apports de l'analyse et de la prévision financière en matière de choix d'investissement par référence à un cadre théorique néo-classique. Parmi les différentes méthodes disponibles, nous retenons celle de la mesure de la performance comme outil indispensable aux prises de décision. En outre, nous étudions les concepts de bulles spéculatives et de rationalité limitée qui permettent l'introduction des composantes psychologiques dans les prises de décision sur les marchés financiers. Ces réalités permettent de comprendre les limites des théories fondées sur la finance d'efficience, largement infirmées par les phénomènes extrêmes qui surviennent avec récurrence lors de crises. Enfin, ce chapitre procure également une vision claire sur la dynamique de la prise de décision et les contraintes auxquels les investisseurs institutionnels sont confrontés. Cela permettra d'établir un cadre méthodologique qui introduit les paradigmes de l'intelligence économique dans les processus d'investissement des sociétés de gestion de fonds.

- Le deuxième chapitre présente les concepts et paradigmes essentiels de l'intelligence économique et de la science de l'information appliqués à la sphère financière. Nous étudions ainsi les relations complexes entre la finance et l'intelligence économique par référence aux approches théoriques et empiriques. L'objectif de ce chapitre est d'établir l'utilité de l'intelligence économique dans la rationalisation des décisions d'investissement et des prises de position sur des marchés émergents affectés par une instabilité chronique.

B) La deuxième partie a pour but de proposer notre contribution théorique et empirique *dans le processus d'investissement des sociétés de gestion de fonds. D'une part, nous proposons un cadre théorique afin de définir un système pertinent de renseignement pertinent destiné aux investisseurs sur la base des acquis théoriques et heuristiques de la première partie. D'autre part, nous procédons à l'expérimentation de notre système de renseignement au sein d'un échantillon d'investisseurs institutionnels et l'illustrons à travers une étude de cas portant sur une entreprise aquacole Vietnamienne cotée en bourse.*

- Le troisième chapitre, nous permet d'introduire les concepts de l'intelligence financière à partir des modèles antérieurs (méthodes d'analyse financière, modèle cognitif (Simon), modèle de l'exploitation d'information) dans l'analyse des processus d'investissement. La référence aux lois zipfiennes, largement utilisées dans les sciences de l'information, nous amène à concevoir une rénovation des méthodes fondées sur l'analyse de données textuelles, afin de détecter des risques difficilement prévisibles au travers des approches conventionnelles. A partir de cela, nous proposons un système de renseignement à l'intention des investisseurs institutionnels, en essayant de renouveler les instruments conventionnels, en introduisant les concepts majeurs de l'intelligence financière et des techniques de la gestion de l'imprévisible. En outre, l'état d'esprit asiatique nommé l'art de la guerre de Sun Tzu ou la force de situation de François Julien, seront présentés comme une approche complémentaire pour renforcer la qualité des évaluations relatives à l'entreprise cible au moment de la prise de décision des investisseurs institutionnels dans le contexte changeant.

- Le quatrième chapitre est consacré à une présentation des sources d'informations dont nous dressons une typologie dans le contexte économique Vietnamien. Nous procédons ensuite à une enquête auprès de 5 investisseurs institutionnels sélectionnés, afin de mieux connaître leur pratique de prise de décision en se basant sur l'introduction des concepts de l'intelligence financière. Cette enquête nous permet d'identifier la hiérarchisation des critères d'évaluation au cours de leur processus d'investissement et de comprendre leurs techniques de gestion de risques imprévisibles. A partir de cela, nous élaborons un cycle de renseignement financier intégrant la méthode de la gestion de risques imprévisibles pour investisseurs institutionnels sur le marché financier Vietnamien. En outre, la démarche de l'état d'esprit asiatique sera présentée aux investisseurs institutionnels afin de renforcer leur prise de décision résultant de ce système. En parallèle, nous illustrons la démarche du système de renseignement financier à travers une étude de cas portant sur une entreprise aquacole vietnamienne cotée en bourse. Ce travail nous permet également d'évaluer la portée pratique de notre modèle de décision. Enfin, la détermination de l'écart entre notre méthode et celle des investisseurs institutionnels nous apporte un regard critique sur de nouvelles perspectives, intégrant une utilisation systématique des apports des sciences de l'information et de la communication, en matière de prise de position sur un marché financier émergent comme celui du Vietnam.

Partie I : Intelligence économique et intelligence financière : prolégomènes et état des connaissances

Chapitre I: Marchés financiers et dynamique de l'investissement

Les marchés financiers assurent théoriquement la rencontre et la régulation des offres et des demandes de capitaux au sein d'une économie. Jadis, la relation des offres et des demandes de capitaux était assurée essentiellement par les banques qui remplissaient une fonction d'intermédiation. Néanmoins, la complexité croissante des échanges a rendu nécessaires de nouveaux modes de capitalisation et d'intermédiation afin de parvenir à des équilibres plus efficaces entre les offres et les demandes de financement.

L'essor des marchés financiers a permis aux investisseurs d'accéder à de nouvelles ressources par une titrisation de plus en plus diversifiée des besoins en capitaux : actions, obligations, produits financiers dérivés, titres de la dette publique...

La mondialisation des marchés financiers a par ailleurs grandement contribué aux phénomènes de titrisation sur des marchés dont l'internationalisation est devenue rapidement irréversible. Désormais, sur des marchés financiers fortement interdépendants, la circulation et la multiplication des informations contribuent certes à la dynamisation des mouvements de capitaux, mais aussi à leur instabilité et à leur complexité croissantes.

Section 1: Fonctions et logiques des marchés financiers : approche synthétique

Selon Philippe Spieser (2000), les marchés financiers sont des « espaces », de plus en plus virtuels, où s'échangent facilement et rapidement, par des opérations d'achat/ vente ou de prêt/emprunt, des « actifs financiers », à un prix convenu à travers les moyens modernes des technologies de l'information et de la communication. Reconnaisant cette réalité, des modèles d'évaluation des actifs ont été proposés et utilisés avec des hypothèses simplificatrices. Néanmoins, ces hypothèses simplificatrices ne reflètent pas d'une manière exhaustive les comportements des agents participants et s'éloignent fréquemment de la réalité des marchés. Notamment, l'hypothèse théorique d'efficacité des marchés a inspiré des modèles fortement réducteurs, élaborés à partir des années cinquante et en grande partie invalidés par la récurrence des crises.

De nouvelles voies de recherche doivent être explorées, tenant compte des problématiques nouvelles de marchés financiers pleinement intégrés dans une économie mondialisée.

1 Les fonctions essentielles des marchés financiers

La fonction essentielle des marchés financiers est d'assurer la rencontre entre les offres et les demandes de fonds prêtables. Dès lors, les prêteurs possédant une ressource disponible peuvent contribuer au financement d'agents emprunteurs. A côté de cette première fonction, les marchés financiers assurent en outre les fonctions suivantes :

- Les marchés financiers permettent à une société de se prémunir contre les risques d'immobilisation, de stérilisation ou de thésaurisation de l'épargne. A travers des mécanismes boursiers, cette attente est plus facilement adaptée.
- Par le biais de la titrisation, les placements sur les marchés financiers permettent des investissements en actifs réels et une allocation de liquidités disponibles pour le financement de l'économie et à l'investissement.
- Pour certains titres, comme les actions, l'établissement d'un cours au terme d'une cotation boursière signifie que le marché financier est un instrument d'évaluation, en l'espèce de la valeur des sociétés, en concurrence avec d'autres méthodes (analyse financière des bilans, des comptes de résultat, des outils de production, du fonds de commerce, des perspectives de la firme sur son marché et des estimations des institutions bancaires et de l'administration fiscale).
- A travers des mécanismes boursiers tels que des offres publiques d'achat, des offres publiques de vente, des offres publiques d'échange ou des cessions de titres, les marchés financiers offrent des opportunités de mouvements stratégiques de capitaux aux groupes cotés en bourse.

Enfin, les marchés financiers fournissent des instruments de gestion des risques. Les produits d'épargne collective permettent en effet une diversification des actifs qui contribue à la réduction de certains risques. De même, les produits dérivés permettent d'isoler ou d'éliminer certains risques spécifiques à des coûts généralement compétitifs. En parallèle, les marchés financiers deviennent également un espace de négociation des risques au sein duquel les investisseurs peuvent acheter ou vendre ces produits financiers avec des bénéfices.

Philippe Spiesser (2000) a relevé trois catégories d'activités sur les marchés influençant d'une manière déterminantes les fonctions traditionnelles d'investissement :

- La spéculation : il s'agit d'une position à terme destinée à tirer un bénéfice d'une anticipation de mouvement de prix.
- La couverture : il s'agit d'une opération à terme destinée à compenser ou à couvrir les mouvements de prix d'une position déjà prise.
- *L'arbitrage* : il s'agit d'une ou plusieurs opérations sans mise de fonds initiale qui procurent immédiatement ou ultérieurement un gain sans risque. Par gain sans risque, on entend soit, en situation certaine, un gain fixe, soit, en situation d'incertitude, un gain parfois strictement positif et dans tous les cas jamais négatif. »

2 La structuration des marchés financiers

Un état des connaissances montre que tous les marchés financiers n'ont pas une structure identique. Au contraire, chaque marché financier possède son organisation propre avec des facteurs spécifiques.

Dans la plupart des pays européens, notamment la France et l'Allemagne, les marchés financiers ont été créés sous l'impulsion des pouvoirs publics. A contrario, dans les pays anglo-saxons, les bourses de valeurs ont été initialement des institutions privées. Par exemple,

la Bourse de New York (New York Stock Exchange – NYSE) et la Bourse d'Amsterdam étaient, à l'origine, des associations.

Il convient également de distinguer les marchés financiers en fonction de leurs modes de cotation et de fonctionnement. On distingue ainsi les marchés dirigés par les ordres et les marchés dirigés par les prix. Dans un marché dirigé par les ordres, l'organisation des échanges résulte de la confrontation générale des ordres des clients en un lieu unique. Dans un marché dirigé par les prix, les collecteurs d'ordres ont l'obligation de transmettre des titres négociés à des intermédiaires et à des « teneurs de marchés » qui assurent la liquidité du marché. Ensuite, les intermédiaires proposent un cours acheteur et un cours vendeur et négocient en contrepartie pour leur propre compte. Ainsi, à Paris, un système de cotation électronique est mis en place pour déterminer les cours des sociétés les plus importantes. Au contraire, la Bourse de New York est restée fidèle au principe du spécialiste « teneur de marché » ou market maker qui détermine le cours d'une valeur en fonction des offres et des demandes de la clientèle. A Paris, il existe également un système caractérisé par un fonctionnement spécifique. Ainsi, les transactions ont lieu tous les jours, mais les échanges de titres et de liquidités ne sont réalisés qu'une fois par mois, lors de la liquidation. Ce système n'existe pas sur les autres places.

Aujourd'hui, le développement des marchés financiers se fonde sur la complexité croissante des échanges de produits financiers, ce qui entraîne une multiplicité dans les structures de marché que nous pouvons classer en fonction des aspects suivants :

- Temps d'utilisation des capitaux collectés.
- Modes de capitalisation financière.
- Flux de ressources financiers.
- Règles de fonctionnement.
- Segmentations des marchés financiers.
- Informations des agents et du public.

Une revue de la littérature nous permet de constater que chacun de ces aspects débouche sur une typologie diversifiée des marchés financiers. Cette diversification permet une adaptation aux demandes des investisseurs et plus généralement aux besoins de l'ensemble des agents économiques.

En principe, nous pouvons distinguer les marchés financiers en fonction du temps d'utilisation des capitaux collectés et, à cet égard, il existe deux types de marché :

- Le marché monétaire désigne un marché, en partie informel, où les institutions financières (trésors nationaux, banques centrales, banques commerciales, gestionnaires de fonds, assureurs et aussi les grandes entreprises avec le marché des billets de trésorerie), placent leurs avoirs ou empruntent à court terme (moins d'un ou deux ans). Avec l'adoption des changes flottants, la monnaie et les devises sont ainsi devenues des commodités comme les autres, c'est-à-dire un bien qui s'achète et se vend. Ainsi,

le marché monétaire s'impose comme un élément essentiel du fonctionnement des marchés financiers.

- Le marché des capitaux est un lieu de rencontre des vendeurs et des acheteurs pour des titres à long terme tels que des actions et des obligations. Il se subdivise en trois compartiments : le marché des actions, les marchés des prêts hypothécaires et le marché des obligations.

Pour avoir des ressources financières, les agents économiques doivent être efficaces dans leurs méthodes de capitalisation. De ce fait, les marchés financiers peuvent se diviser en deux types de marchés : les marchés des titres de créance ou obligations et marché des titres de propriété ou actions.

- Le marché des titres de créance : la méthode la plus fréquemment utilisée par la plupart des entreprises pour collecter des capitaux sur les marchés financiers est de proposer un titre de créance, comme des obligations ou des prêts hypothécaires. Ces titres sont considérés comme des contrats avec des taux d'intérêt fixes et un remboursement à l'échéance.
- Le marché des titres de propriété : les entreprises sociétaires peuvent obtenir des capitaux en augmentant leurs fonds propres par des émissions d'actions. Les actionnaires sont rémunérés à partir des bénéfices nets par des dividendes.

En fonction des flux de ressources financières, on peut classer les marchés financiers en deux catégories : les marchés primaires et les marchés secondaires. Pour distinguer ces marchés, il convient de se concentrer sur ce qui a trait aux actions (valeurs/titres) et aux dettes (obligations, billets et instruments du marché monétaire).

Les marchés primaires sont le lieu de rencontre des acheteurs et des vendeurs, soit directement ou soit par le biais d'intermédiaires. Ils constituent une institution au sein de laquelle les propositions des vendeurs peuvent être cotées, amenées sur le marché et vendues aux acheteurs. Dans ce contexte, le vendeur est appelé un émetteur et le prix du titre vendu est le prix d'émission.

Lorsque les vendeurs émettent des actions sur les marchés financiers, ce processus renvoie à différentes appellations. Il s'agit d'émissions nouvelles, deancements et d'offres publiques initiales .En revanche, le principe du fonctionnement de ce marché est toujours identique. Dans ce cas, des actions nouvelles sont cédées à des investisseurs pour la première fois à un prix d'émission précis défini par l'émetteur et ses conseillers. L'émetteur percevra les recettes de la vente.



Figure 2 : Emission des titres

Dans le cas d'une émission d'obligations, le marché primaire est un lieu de négociation des dettes, selon trois méthodes principales : les transactions/opérations syndiquées, les transactions préachetées et les ventes aux enchères.

Une fois les titres émis puis achetés ou vendus, apparaît le marché secondaire. Un marché secondaire est un lieu de rencontre entre des investisseurs désireux de vendre et des investisseurs désireux d'acheter. Sur ce marché, les actions et les obligations sont considérées comme des instruments négociables. Les titres peuvent être achetés et vendus par les investisseurs après avoir été émis. Le cours des titres est alors déterminé par le niveau de l'offre et de la demande à un moment donné. Historiquement, le marché secondaire le plus réputé était le marché public central avec sa corbeille (trading floor). Les grandes bourses mondiales telles que le New York Exchange étaient des marchés de ce type. Aujourd'hui, les évolutions technologiques, avec notamment le développement de l'informatique et des connexions Internet, ont permis la dématérialisation des transactions, avec la disparition du trading floor. La plupart des transactions sont exécutées par téléphone ou par ordinateur.



Figure 3 : les marchés organisés ou réglementés et les marchés de gré à gré.

Les marchés financiers se différencient également par leurs règles de fonctionnement. On distingue ainsi les marchés organisés ou réglementés et les marchés de gré à gré.

- Les marchés de gré à gré se caractérisent par une grande souplesse de fonctionnement. Les modalités du contrat sont librement négociées entre vendeurs et acheteurs de titres en fonction de la nature de l'actif, du prix et de l'échéance. De ce fait, ce type de contrat permet de répondre aux demandes spécifiques des acteurs. Cependant, sur les marchés de gré à gré, il n'existe aucune garantie de la part d'un établissement responsable de l'exécution de la transaction.
- Sur les marchés organisés, sont négociés des contrats standards dont l'exécution est garantie par une autorité de tutelle. Ces contrats comportent la désignation d'un actif sous-jacent, pour des montants standardisés, pour des quantités et des échéances clairement définies.

Dans le contexte de la mondialisation, les marchés financiers sont continus et interconnectés entre eux. Néanmoins, il existe des segmentations qui résultent de l'hétérogénéité des investisseurs et des opérations (Speiser-2000). A titre d'exemple, en France, on peut distinguer deux marchés d'actions : les marchés de détail, où les titres se négocient en petites quantités, et les marchés de blocs, où les négociations portent sur des volumes de titres importants.

L'information occupe une importance décisive dans les raisonnements, les anticipations et les décisions des investisseurs. Avec l'avènement des sociétés d'information, les utilisateurs peuvent obtenir facilement plusieurs types d'informations sur les entreprises qui les intéressent. Néanmoins, les investisseurs rencontrent souvent des difficultés lors du traitement des informations. Cette situation a amené Bodie, Kane et Markus (2005) à distinguer quatre types de marchés financiers, en fonction des structures, des capacités d'intégration des participants et de la pertinence des informations :

- Les marchés de recherche directe, en l'occurrence les moins développés, impliquent des acheteurs et des vendeurs qui se rencontrent par leurs propres moyens (réseaux, petites annonces, etc.). En plus, les biens échangés ne sont pas standardisés et sont généralement peu coûteux. Sur ces marchés, les volumes des transactions sont faibles et engagent peu de participants, ce qui décourage la spécialisation des individus et l'implication d'institutions. Dès lors, l'asymétrie d'information devient un problème fondamental pour les participants, conséquence de l'absence de marché organisé et de standards acceptés. Dans ce contexte, l'acheteur doit évaluer la qualité des biens par ses propres moyens tandis que le vendeur doit s'assurer de la solvabilité de l'acheteur. Ainsi, ce marché ne peut pas garantir les qualités et défauts des biens concernés, la solvabilité des acheteurs ainsi que des offres concurrentes.
- Les marchés d'intermédiaires impliquent des courtiers (brokers), c'est à dire des négociateurs pour le compte de tiers et offrant des services aux vendeurs comme aux acheteurs. La valeur de ces services est liée aux économies d'échelle potentielles et parfois à la valeur ajoutée de l'expertise. Ce type de marché se caractérise par des transactions directes où les courtiers mettent en relation directe les demandeurs et pourvoyeurs de capitaux. Citons comme exemple l'introduction en bourse d'une société dont les parts sont placées par une banque directement auprès de sa clientèle privée. Dans ce cas, les gains de temps et l'expertise sur la valorisation des biens concernés justifient les commissions payés aux négociateurs.
- Les marchés de contrepartie ou marchés de dealers se fondent sur des intermédiaires qui achètent des titres pour leur propre compte en vue de les revendre et d'en retirer un profit. Ces négociateurs favorisent le développement des transactions et garantissent la liquidité du marché, la diffusion des informations et la réactivité des prix.
- Selon Bodie, Kane et Markus (2005), les marchés d'enchères (auction markets) constituent la forme de marché la plus intégrée susceptible d'intégrer le plus grand nombre de participants avec les volumes de transaction les plus importants. Au demeurant, les nouvelles technologies permettent aux participants d'accéder directement aux meilleurs prix à travers une seule plateforme, ce qui réduit d'autant les marges des dealers. Selon Bennouri (2003), une meilleure transmission des informations permet de diminuer des problèmes d'asymétrie d'une manière drastique.

Cependant, le rappelle (Gillet-2006), « il n'existe pas d'unicité d'organisation des marchés financiers ». Chaque marché financier dispose en effet d'une organisation spécifique et les définitions ci-dessus n'ont aucun caractère exhaustif.

3 Le concept d'efficience des marchés : limites et implications

Selon *Charreaux*(2006) (n1), l'analyse des marchés financiers s'inscrit pleinement dans la continuité des apports fondamentaux d'*Arrow* et de *Debreu* sur l'allocation des risques et sur l'efficience des marchés financiers, avec en outre des relations étroites avec les théories de l'incertitude et de l'information. Il convient d'approfondir ces relations complexes par la prise en compte des phénomènes suivants :

- La réalisation des équilibres de marché.
- Les marchés incomplets et l'intermédiation financière.
- Les problèmes d'efficience informationnelle...
- La transmission des informations par les prix
- La réalisation des transactions et l'asymétrie d'information.
- Les coûts de transaction.

En réalité, ces études reposent implicitement ou explicitement sur l'hypothèse de l'efficience des marchés qui apparaît ainsi comme la principale théorie analytique et explicative des marchés financiers.

La théorie d'efficience des marchés financiers trouve son origine dans les travaux de Paul Samuelson (1965) qui, sur la base d'une approche microéconomique, formule une explication cohérente de l'hypothèse d'efficience fondée sur la concurrence et des prix aléatoires.

Selon Samuelson, un marché efficient est un marché au sein duquel les prix des titres financiers reflètent l'ensemble des informations pertinentes disponibles et au sein duquel les changements de prix ne peuvent être prédits.

Par ailleurs, selon Eugène Fama (1970), un marché financier est dit efficient si et seulement si l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté sur ce marché est immédiatement intégré dans le prix de cet actif.

A cet égard, Fama a effectué une analyse empirique des cours boursiers afin de tester en profondeur l'efficience de certains marchés financiers. Ce travail a lui permis de conclure que sur un marché auquel participent de nombreux agents compétents et informés, les prix des titres sont correctement établis et reflètent l'ensemble des informations pertinentes. De plus, il a constaté qu'aucun investisseur ou analyste ne peut prévoir de façon certaine l'évolution des cours d'un titre financier. Pour Fama, la meilleure prévision d'un prix futur demeure le dernier cours connu. Cependant, chaque cours de titre est parfaitement indépendant des cours précédents et peut même s'en écarter substantiellement. Dès lors, les variations des cours des titres ne se conforment pas à une progression tendancielle ou à une loi mathématique quelconque. Les prix des actifs suivraient en fait un cheminement aléatoire.

Par la suite, Jensen (1978) a révisé la première définition de la théorie d'efficience proposée par Fama (1970), ce dernier n'ayant pas tenu compte de l'existence des coûts de transaction. Au contraire, Jensen a utilisé l'existence de coûts de transaction afin de démontrer la réalité de l'efficience des marchés. Au terme d'un ensemble de tests empirico-statistiques, il a proposé une nouvelle définition. Selon cette nouvelle approche, sont réputés efficaces les marchés sur lesquels les prix des actifs cotés intègrent les informations afférentes de telle manière qu'un investisseur ne puisse, en achetant ou en vendant cet actif, en tirer un profit supérieur aux coûts de transaction engendrés par cette opération. Cette nouvelle définition a été largement avalisée comme permettant de valider l'hypothèse abstraite de l'efficience des marchés.

Dans les tests d'efficience des marchés, Fama distingue trois hypothèses en fonction de l'ancienneté des informations afin de préciser la nature de l'information intégrée dans les prix:

La première de ces hypothèses, qualifiée d' « hypothèse faible » (weak hypothesis) affirme que toutes les informations déjà connues et publiées ont été intégrées par les opérateurs dans les cours passés des titres financiers. Il s'agit d'indications concernant les évolutions historiques des prix, des volumes d'échange, des dividendes distribués, des taux d'intérêt, des taux de change, de la croissance... Ces informations sont publiques et accessibles à des coûts d'acquisition très faibles. Selon cette hypothèse, des informations passées concernant un titre financier ne permettent pas de prévoir son évolution future. En effet, si les informations de ce type contenaient des indications crédibles sur les comportements futurs des cours, elles seraient prises en compte par un nombre suffisant d'agents pour être intégrés dans les prix actuels.

La deuxième hypothèse, qualifiée d' « hypothèse semi forte » (semi-strong hypothesis) considère que toute information, dès l'instant où elle est rendue publique, se trouve déjà intégrée dans l'évaluation des cours des titres d'une société. Citons, à cet égard, l'état de sa trésorerie, de la qualité de sa gestion et la variation des taux d'intérêt qui grèvent son endettement. En effet, ces données influent directement sur les évolutions tendanciennes des cours, évolutions tendanciennes qui intègrent rapidement les informations publiques ou confidentielles.

La troisième hypothèse qualifiée d' « hypothèse forte » (strong hypothesis) considère que toutes les informations, publiques ou privées, sont intégrées dans l'évaluation des prix de titres financiers. En réalité, les informations privées sont généralement détenues par des personnes privilégiées du fait de leurs fonctions au sein de l'entreprise, des cabinets d'audit ou de conseil et des organismes réglementaires. Elles découlent souvent des bénéfices ou des chiffres d'affaires de l'entreprise. Souvent, ces informations n'ont pas encore été rendues publiques mais sont déjà connues des commissaires aux comptes ou des dirigeants. L'exploitation anticipée de ces informations leur permet d'obtenir des profits substantiels. Cette dernière version est la plus contestable d'un point de vue pratique et déontologique. A cet égard, la lutte contre les délits d'initiés constitue une activité essentielle des autorités et agences de régulation.

Comme le souligne Moscato (2010) « Les investisseurs ne peuvent anticiper les mouvements futurs du marché et ne peuvent donc espérer obtenir des performances de manière systématique ». De plus, Moscato pense que toute performance exceptionnelle résulterait du hasard et non de l'effet d'une compétence particulière.

En conformité avec la définition de Jensen (1978), l'hypothèse d'efficience des marchés n'exclut pas la possibilité de divergences entre la valeur fondamentale d'un titre et sa valeur de marché. Néanmoins, il est impossible de dégager une « performance nette » supérieure à cause de l'existence de coûts de transaction (frais de fonctionnement, émoluments des gérants et des experts, coûts des bases de données et des logiciels...).

L'ensemble des études empirico-statistiques semblerait démontrer que les performances suivent cette règle. Ainsi, Jensen (1968), dans une étude portant sur 115 fonds mutuels américains, a constaté que la plupart des fonds de pension enregistraient des sous-performances par rapport aux indices de référence. Ces résultats ont été confirmés ultérieurement par plusieurs auteurs. Notamment, au terme de travaux portant sur période de vingt ans (de 1971 à 1991), Malkiel (1995) a constaté qu'aucun investisseur n'a intérêt à gérer son portefeuille de façon active. Autant dire que les investisseurs ne sélectionnent pas les titres qui leur semblent les plus rentables car leurs performances ne peuvent pas dépasser celles de la moyenne du marché. Ainsi, la plupart des investisseurs professionnels ont intérêt à privilégier une gestion passive de leur portefeuille, qui consiste à attendre les périodes opportunes de placement.

En outre, à travers les acquisitions, les fusions ou les fusions scissions, les investisseurs professionnels comparent les fonds « sous performants » et avec d'autres fonds.

Dans le livre « The efficient Market Hypothesis and its Critics » publié en 2003, Malkiel souligne que les meilleurs fonds manquent de persistance en matière de performance. Ce constat est présenté par les économistes et financiers de l'école rationnelle comme une preuve indéniable de l'efficience des marchés. Ce manque de persistance sera remis en cause avec l'apparition des phénomènes des bulles spéculatives discutées dans le chapitre suivant.

Plusieurs conséquences découlant de la définition de l'efficience selon Fama (1970) ont été approfondies de nombreux chercheurs qui ont effectué des tests afin de vérifier les différentes hypothèses d'efficience des marchés financiers, notamment à la lumière des apports de la finance comportementale.

Selon Malkiel (1995), il apparaît que l'hypothèse d'efficience est utilisée comme base justificative pour une gestion passive qui ne recherche que les performances moyennes du marché. Cela remet en cause la majeure partie du travail de nombreuses sociétés de gestion de portefeuille. Ainsi, dans le cadre de l'hypothèse d'efficience des marchés, comment justifier les coûts de transaction liés à la recherche et à l'analyse de l'information pour les investisseurs professionnels lorsqu'ils n'en retirent aucun avantage véritable ?

Apparaît ainsi un des paradoxes majeurs de cette théorie. Comme le souligne Moscato (2010) « dans un marché parfaitement efficient, il devient inutile de rechercher une meilleure performance par l'analyse. Même si l'ensemble des agents suit ce mode de pensée, l'information cesse d'être analysée et exploitée et n'est donc plus correctement intégrée dans les prix. Sans recherche et sans agent visant une performance supérieure, pas d'efficience. ».

Pour résoudre ce paradoxe, un certain nombre de chercheurs ont proposé des modèles d'efficience exploitables par les analystes. En 1980, ce paradoxe a été résolu par une analyse formelle de Grossman et Stiglitz. D'après eux, on ne peut pas trouver un marché parfaitement efficient, car sur un tel marché, une démarche d'intelligence quelconque (collecte et traitement d'informations pertinentes) n'apporterait aucun bénéfice pour les investisseurs. Dans ce contexte, il deviendrait absurde de s'y spécialiser. Ainsi, les liquidités du marché seraient réduites à cause du manque d'intérêt des professionnels. Cela conduirait les investisseurs à arrêter leur activité et provoquerait l'effondrement des marchés. Par ailleurs, dans son livre « Investment Philosophies : Successful Strategies and the Investors Who Made Them Work », Aswath Damodara (2003) établit que le degré d'efficience est un facteur essentiel derrière les démarches d'intelligence, puisque les investisseurs peuvent modifier leurs stratégies en basant sur le degré d'efficience. On peut déduire d'un tel constat que les marchés parviennent à l'équilibre lorsque les opportunités de profit sont suffisantes pour compenser les coûts liés aux activités d'intelligence.

Enfin, Grossman et Stiglitz (1980) considèrent que « l'hypothèse forte » d'efficience des marchés est une représentation théorique idéale qui se fonde sur des conditions impossibles. Cependant, l'hypothèse demeure utile lorsqu'il s'agit d'évaluer les formes relatives d'efficience des marchés réels.

4 Le MEDAF ou modèle d'évaluation des actifs financiers (Capital Asset Pricing Model-CAPM)

Ce modèle a été initialement défini par Sharpe (1964) et Lintner (1965) à partir des apports de Markowitz (1952) qui visait à définir les normes de sélection d'un portefeuille optimal basées sur l'arbitrage entre les rendements et les risques des actifs.

Les modèles conventionnels de détermination des prix des actifs se réfèrent aux allocations des actifs d'un investisseur en fonction des rendements espérés et des risques exprimés par la volatilité des cours (Sharpe-1964 ; Lintner-1965).

Le but de la diversification est de limiter les risques spécifiques à une firme individuelle, c'est-à-dire le risque diversifiable ou risque non systémique. Il ne persiste alors que le risque pur du marché, ou risque systémique non diversifiable. Il est impossible pour le détenteur d'un portefeuille de se préserver du risque systémique, bien que l'efficience du marché permette une juste détermination des prix d'équilibre incluant le risque. L'idée essentielle du

Capital Asset Pricing Model est que le rendement espéré d'une action est étroitement corrélé à sa contribution au risque du portefeuille du marché (Stulz-1999).

4.1 Formulation générale du MEDAF-CAPM

Les investisseurs qui évaluent le risque et le rendement d'une action sont supposés ne considérer que sa contribution au risque du portefeuille du marché (Sharpe-1964). En outre, tous les investisseurs forment des anticipations identiques puisqu'ils ont accès aux mêmes informations, ce qui implique qu'ils détiennent tous un portefeuille de marché homogène.

La contribution d'un titre au risque est mesurée par β donné par l'équation suivante :

$$\beta_i = \text{Cov}(r_{it}, r_{mt}) / \text{Var}(r_{mt})$$

β_i est le coefficient qui correspond à la firme i ; r_{it} exprime la rentabilité du titre i au cours de la période t ; r_{mt} exprime la rentabilité du marché au cours de cette période.

Beta est ainsi égal au ratio de la covariance de la rentabilité du titre i et de la rentabilité du marché à la variance de la rentabilité du marché.

Un titre dont le beta est supérieur à l'unité ($\beta_i \geq 1$) présente un risque supérieur à celui du marché, ce qui requiert théoriquement une rentabilité plus élevée.

Le modèle d'équilibre des actifs financiers est exprimé par la formule générale suivante :

Rentabilité anticipée du titre i = rentabilité de l'actif sans risque + prime de risque.

Conventionnellement, dans la version initiale du MEDAF, la rentabilité de l'actif sans risque est exprimée par le rendement des Bons du Trésor public, en l'occurrence les Treasury bills des Etats-Unis, l'émetteur de ces titres ne pouvant en aucun cas connaître une crise de liquidité et encore moins une crise de solvabilité.

$$E[r_{it}] = r_{ft} + \beta_i [E(r_{mt}) - r_{ft}] \quad (1)$$

Ainsi, le rendement espéré du titre i est égal au rendement de l'actif sans risque majoré de la prime de risque afférente au titre i , déterminé par le produit du beta et de la prime de risque du marché ($r_{mt} - r_{ft}$).

Le MEDAF permet de calculer le rendement espéré d'un titre et le coût d'une action pour la société émettrice exprimé par l'exigence de rémunération des actionnaires. Il constitue un guide de sélection des actifs en vue de parvenir à un portefeuille optimal.

Ce modèle est largement utilisé mais néanmoins sa validité est fréquemment remise en cause. En effet, il ne peut être testé car la composition d'un véritable portefeuille de marché est inconnue, comme le souligne Roll (1977). Utiliser des proxies ou des variables représentatives peut conduire à des erreurs d'appréciation. En effet, le portefeuille de marché n'inclut pas tous les actifs et ne reflète pas la contribution de chaque composante à l'ensemble des actifs, ce qui rend les inférences d'une interprétation difficile. Le coefficient beta n'est évidemment pas la seule variable susceptible d'avoir une incidence sur les rendements espérés. On peut notamment citer la taille de la firme et le ratio book value/market value, alors même que, selon Fama et French (1992), le beta n'exerce qu'un effet limité. En réalité, les rendements espérés ou anticipés sont influencés par l'évolution historique des prix des titres et les caractéristiques structurelles du marché, telles que la liquidité, les spreads bid-offer et les asymétries d'information.

4.2 La détermination transnationale des cours et l'internationalisation du MEDAF-CAPM

Une économie pleinement ouverte autorise la pénétration des capitaux étrangers sur les marchés de capitaux et permet en outre aux résidents de détenir des actifs à l'extérieur. Il en résulte une répartition des risques entre les investisseurs nationaux et étrangers.

Pour les investisseurs locaux, la diversification internationale est censée permettre une réduction des risques, sauf si les risques domestiques et étrangers sont corrélés. Ainsi, l'accès à un marché globalisé permet de diversifier les portefeuilles et par conséquent de limiter les risques ou de d'obtenir des rendements plus élevés dans l'hypothèse d'une variance constante (Harvey-1991 ; Stulz-1999). Néanmoins, six conditions doivent être réunies pour que le CAPM demeure pertinent dans un contexte mondialisé :

- Les investisseurs ne doivent prendre en compte que le risque et le rendement, à l'exclusion de toute autre élément.
- Les investisseurs doivent avoir des perceptions identiques des rendements et des risques présentés par tous les actifs.
- Les investisseurs doivent fixer leurs objectifs en fonction des rendements nominaux.
- Il est possible d'emprunter et de prêter sans limite au taux sans risque.
- Il ne doit exister aucune imposition et aucun coût de transaction.
- Les investisseurs sont des price takers essentiellement passifs.

Dans ces conditions, tous les investisseurs détiennent des portefeuilles identiques, avec une combinaison optimale des risques et des rendements qui coïncident avec la frontière d'efficience. Dès lors, la prime de risque d'un actif quelconque est proportionnelle à la prime de risque du portefeuille de marché et au beta de l'actif. Le portefeuille de marché devient le portefeuille du marché mondial avec un univers d'actifs en nombre illimité.

Le CAPM, dans le cadre d'un marché intégré, peut être ainsi reformulée :

$$E[r_{it}] = r_{ft} + \beta_{iw}[E(r_{wt} - r_{ft})] \quad (2)$$

L'équation (2) diffère de l'équation (1) sur plusieurs points :

- Le portefeuille de marché dans l'équation (2) inclut tous les actifs à risque du marché globalisé.
- Le beta mesure la réponse des rendements de l'actif i aux rendements du portefeuille de marché.
- D'une manière similaire, seul le risque systémique est récompensé et non pas le risque spécifique à une firme individuelle.
- Chaque investisseur utilise sa monnaie nationale à la parité du pouvoir d'achat et, de ce fait, aucune opportunité de FX arbitrage ou de carry trade n'est praticable dans le but d'améliorer les rendements.

Il est évident que ces hypothèses limitent fortement l'utilité du CAPM dans choix d'un portefeuille à un niveau globalisé. La parité des pouvoirs d'achat n'acquiert de la pertinence que dans le long terme et par conséquent le risque de change devient particulièrement significatif pour des portefeuilles transfrontaliers, en l'absence d'une monnaie commune ou d'une devise de rattachement sur la base d'un taux de change fixe. Les investisseurs considèrent le risque de change dans la perspective de leurs devises nationales respectives, ce qui les amène à reconsidérer les risques de rendement d'un portefeuille et à calculer de nouvelles frontières d'efficience.

En outre, les différences en matière de fiscalité, de coûts de transaction et les obstacles aux mouvements de capitaux peuvent enlever tout attrait à une diversification internationale systématique.

Une étude de Harvey (1991) a estimé que, dans le cas de dix-sept pays, les rendements étaient fortement sensibles au rendement mondial, donc avec un beta supérieur à l'unité, ce qui confirmerait le caractère dynamique des rendements dans chacun des pays considérés. Cependant, l'explication demeure incomplète car les marchés ne sont pas pleinement intégrés et de surcroît il existe plusieurs facteurs de risque. Surtout, il est impossible de définir le portefeuille mondial, ce qui ne peut que renforcer le bien-fondé des critiques de Roll (1977) sur le caractère tautologique du CAPM.

Enfin, l'existence évidente de home bias ou tendance à privilégier les placements intérieurs, chez la plupart des investisseurs, limite fortement la portée heuristique du CAPM. En effet, si les marchés mondiaux de capitaux étaient parfaitement intégrés et si les investisseurs recherchaient exclusivement à maximiser les rendements et à minimiser les risques, leurs portefeuilles devraient se fonder sur une combinaison optimale des risques et des rendements. Cela signifie que les pondérations respectives des différents actifs devraient être déterminées par la dynamique des rendements plutôt que par les domiciles des investisseurs ou les devises d'émission. En pratique, la plupart des investisseurs ont une propension à détenir des actifs domestiques et renoncent souvent aux bénéfices d'une diversification internationale, du fait

d'une dépendance routinière, de sentiments nationalistes ou de régulations qui limitent les possibilités de choix.

D'autres chercheurs ont essayé de repréciser la relation unissant l'exposition au risque et les rendements dans un cadre mondialisé. Kepler (1991) ainsi que Kepler et Traub (1993) ont établi que les rendements en dividendes et la dimension de la firme affectent la rentabilité des actions sur l'ensemble des marchés nationaux. Erb, Harvey et Viskanta (1994) ont démontré que le risque souverain est un indicateur significatif des rendements dans un pays, ce qui par voie de conséquence oriente l'allocation globale des actifs.

Par ailleurs, Person et Harvey (1994a ; 1994b) ont étudié une vaste gamme d'indicateurs sur les marchés d'actions qui, selon leurs résultats, n'ont de signification que sur les marchés relativement développés, avec une moindre pertinence sur les marchés émergents. Ces indicateurs sont principalement les suivants : share price to book value, price to cash flow, price to earnings, ainsi que la volatilité sur les marchés nationaux, les tendances haussières et les retournements de tendance, les structures des taux d'intérêt, l'inflation et la croissance du PIB. Leurs résultats suggèrent deux observations :

- Sur un marché émergent d'actions, l'investissement domestique est moins tributaire d'une sélection formelle des portefeuilles qu'un investissement comparable sur un marché développé. Cela peut résulter d'une part d'activité plus grande imputable aux investisseurs individuels.
- L'investissement étranger sur les marchés émergents est davantage fonction du risque souverain que sur les marchés développés, comme l'ont amplement démontré les pays d'Asie.
- Fondement du CAPM, le choix du taux sans risque peut s'avérer des plus ardues. A cet égard, on utilise généralement le taux d'intérêt appliqué aux Bons du Trésor pour estimer le risk-free rate. Cette hypothèse semble rationnelle par référence aux marchés financiers des pays développés tels que les Etats-Unis ou des grands pays européens. Néanmoins, selon Aswath Damodaran (2003), ce choix n'est pas conforme à la situation des pays émergents. En effet, les titres de la dette publique dans ces pays présentent souvent des risques élevés. Dans ce cas, le taux d'intérêt appliqué aux emprunts publics inclut une prime de risque plus ou moins élevée et cette dernière devra être annulée pour parvenir à un taux sans risque.

En définitive, la littérature établit que l'investissement transnational peut réduire le risque de portefeuille, malgré des résultats empirico-statistiques souvent ambigus, et que les marchés globalisés peuvent fournir une protection naturelle même pour des parochial investors ou « investisseurs de clocher ». Cette situation a influencé d'une manière croissante les accumulations transnationales de portefeuille au cours des vingt dernières années, suscitant ainsi de profondes mutations qualitatives et quantitatives dans les mouvements internationaux de capitaux.

Section II: Finance comportementale : une approche dynamique sur les marchés financiers

La théorie de l'efficience des marchés a inspiré de nombreuses méthodes d'évaluation des actifs en situation d'équilibre. Cependant, les résultats de ces applications ont été largement contestés et ont suscité des polémiques de nature à mettre en évidence des événements considérés comme anormaux et des comportements en apparence irrationnels.

Dès les années soixante-dix, plusieurs études ont pris en considération les comportements biaisés des marchés d'actions durant certaines périodes. Ainsi, les travaux de French (1980) relèvent des différences de rentabilité statistiquement significatives selon les jours de la semaine, sur la base des données du *Standard & Poor's-500* entre 1953 et 1979. D'autres auteurs établissent l'existence de rentabilités tendancielle pour les titres de sociétés à faible capitalisation durant les deux premières semaines de l'année. En outre, de nombreuses analyses sur de multiples périodes ont confirmé les persistances d'anomalies.

Il faut noter que le concept de marché efficient se base sur deux éléments fondamentaux, en l'occurrence la rationalité des agents et les forces d'arbitrage. Dans le cadre théorique de l'efficience des marchés, ces deux éléments permettent d'établir les prix d'équilibre intégrant l'ensemble des informations pertinentes. Bien que cette théorie se fonde sur une logique simple, elle contient d'évidentes insuffisances.

- En premier lieu, cette théorie ne parvient pas à expliquer d'une manière adéquate les écarts entre les cours effectifs des actions et leurs valeurs fondamentales calculées à travers des modèles mathématiques traditionnels.
- En deuxième lieu, les postulats de cette théorie ne répondent pas aux attentes des chercheurs et des praticiens relatives aux rendements anormaux et au caractère erratique des cours boursiers.
- En troisième lieu, cette théorie ne tient pas compte des comportements des agents participants.

Sur la base de ces constations, les « anomalies » observées sur les marchés financiers ont conduit à une remise en cause de nombreuses hypothèses de la finance rationnelle et à développer des théories alternatives.

Surmontant les insuffisances de la théorie de l'efficience, la finance comportementale permet aux investisseurs de compléter leurs connaissances sur le fonctionnement des marchés, ainsi que sur les méthodes d'évaluations des actifs en situation d'incertitude. De plus, elle ouvre une nouvelle voie de recherche dans la compréhension et la gestion des risques, en postulant que certains comportements sont mieux analysés par des modèles intégrant des agents aux caractéristiques hétérogènes et avec une rationalité imparfaite.

La finance comportementale s'appuie sur deux théories distinctes :

- Une théorie financière, en l'occurrence la « noise trader approach » qui considère que l'arbitrage rationnel ne saurait assurer l'efficacité des marchés en présence d'investisseurs corrélés.
- Une théorie psychologique de la décision, développée notamment par Daniel Kahneman et Amos Tversky (1979), confirmant la corrélation des irrationalités et intégrant les apports heuristiques de la psychologie dans la compréhension des décisions d'investissement.

1 La notion d'arbitrage limité

La notion d'arbitrage limité représente un apport essentiel de la finance comportementale et permet de comprendre les raisons pour lesquelles l'arbitrage ne peut garantir une situation d'efficacité. La logique conventionnelle de la théorie financière considère que le prix d'un titre représente sa valeur fondamentale et que les acteurs sur les marchés se comportent de manière rationnelle. Pourtant, cette théorie considère que l'existence d'agents irrationnels n'implique pas qu'un marché devienne « inefficace ». Au sein d'un marché efficace, les investisseurs mobilisent toute l'information pertinente dans leurs projections de flux de trésorerie pour établir les prix des actifs. Pour ce faire, ils utilisent un modèle mathématique permettant de déterminer la valeur présente de ces flux avec un taux de rentabilité approprié aux risques sous-jacents. Autrement dit, les investisseurs rationnels cherchent une solution pour optimiser les rendements et les risques (ou variance) dans un cadre référentiel normatif accepté. De plus, il faut rappeler que les arbitragistes sont considérés comme des investisseurs rationnels et que les interactions entre les investisseurs permettent aux prix des actifs de s'équilibrer autour de leurs valeurs fondamentales. En effet, les prix de ces actifs sont considérés comme « justes ». Par conséquent, cette logique prudentielle conduit les investisseurs à ne pas adopter des stratégies d'investissement qui permettraient d'obtenir des rendements supérieurs à ceux établis pour un certain niveau de risque.

Cette vision est fortement contestée par la finance comportementale. Certains auteurs ont en effet constaté de nombreux comportements boursiers qui s'éloignent des valeurs fondamentales, comportements que la théorie des marchés efficaces ne parvient pas à expliquer de manière satisfaisante.

Ainsi, au terme d'une recherche portant sur l'introduction en bourse de 1526 sociétés durant neuf années de la période 1975-1984, Loughran et Ritter (1995) ont montré qu'un investissement dans les titres précités a été caractérisé par une sous performance significative des rendements moyens par rapport à un investissement dans d'autres titres déjà cotés. De plus, d'autres acteurs ont observé des anomalies dans les liens entre les valeurs des entreprises et les rendements (Banz, 1981), tandis que d'autres auteurs se sont intéressés au phénomène des « surperformances » de certaines entreprises, phénomène souvent observé pour des entreprises présentant une forte capitalisation boursière (Dimson et Marsh, 1989).

Néanmoins, les tenants inconditionnels de l'efficience des marchés considèrent qu'il ne s'agit que de cas isolés, sans grande signification, ou d'erreurs de paramétrage. En outre, les défenseurs de la théorie des marchés d'efficience suggèrent d'autres explications de ces anomalies. Selon eux, les arbitragistes auraient intérêt à prendre des positions contraires à celles des investisseurs irrationnels pour rétablir rapidement les prix d'équilibre lors de l'existence d'écarts anormaux. Dans ce cadre d'analyse, les dérives entre les prix des actifs et leurs valeurs fondamentales résulteraient d'actions irrationnelles sur les marchés financiers. Néanmoins, la théorie financière conventionnelle considère que ces dérives sont rapidement corrigées par l'action des agents rationnels.

En fait, cette logique recoupe fondamentalement la notion de « juste prix ». Cependant, la logique du marché d'efficience repose sur deux conditions préalables :

- Premièrement, il existe fréquemment des opportunités d'investissement qui résultent des écarts entre les prix des actifs et leurs valeurs fondamentales.
- Deuxièmement, les agents rationnels parviennent à exploiter rapidement ces opportunités jusqu'au retour des prix à leurs niveaux d'équilibre.

Cependant, la finance comportementale formule une explication différente de ces anomalies par rapport à celle de la théorie des marchés d'efficience. Dans son cadre d'analyse, elle confirme l'influence de ces anomalies sur les prix des actifs par la présence d'agents irrationnels. De plus, elle met en avant la corrélation des irrationalités dans sa réflexion. Cette corrélation des irrationalités est clairement exprimée par l'expression «Noise Trader Approach».

Dans une étude ayant eu un certain retentissement, Shleifer et Summer (1990) ont redéveloppé cette approche en basant sur les logiques de la théorie des bulles spéculatives irrationnelles. Cette théorie nous permet d'expliquer les dérives par rapport aux prix d'équilibre d'une façon plus exacte que la théorie des marchés financiers d'efficience. La théorie des bulles spéculatives irrationnelles rejette les hypothèses de rationalité dans les anticipations et d'absence d'asymétrie d'information. Cette théorie considère que certains investisseurs irrationnels (les noise traders) établissent leurs anticipations de manière non rationnelle en se basant sur les avis des autres personnes (les bruits). Dans ce contexte, ils réagissent aux informations diffusées sur les marchés financiers pour établir leurs anticipations. Ils peuvent ainsi intégrer des faux signaux ou des règles stratégiques irrationnelles dans leurs prises de décision. Dans la réalité, on a pu constater que ces stratégies irrationnelles sont suivies par de nombreux agents du fait de comportements d'imitation. A partir de cela, l'ensemble de ces mouvements irrationnels aboutit à une psychose collective sur les marchés financiers, avec des effets d'amplification, notamment si les stratégies s'avèrent aléatoires ou erronées. Les tensions engendrées par cette situation augmentent au lieu de diminuer puisque les stratégies sont aléatoires. Dans ce contexte, la corrélation des irrationalités exerce des effets majeurs sur les prix des actifs.

Dans le cadre d'analyse de la Noise Trader Approach, Shleifer et Summer (1990) considèrent que les investisseurs rationnels s'avèrent impuissants à garantir le retour des prix à leurs

valeurs fondamentales, à cause du caractère limité des arbitrages. De plus, cette théorie considère que les mouvements des investisseurs irrationnels sont nécessairement corrélés, tandis que la théorie de l'efficacité ignore l'hypothèse de la corrélation des irrationalités.

Les bulles spéculatives résultent du fait qu'un grand nombre d'investisseurs peut être amené à suivre les mêmes stratégies, ce qui les conduit à commettre les mêmes erreurs de jugement, avec pour conséquence une aggravation des écarts entre les prix et les valeurs fondamentales.

Pour démontrer la corrélation des irrationalités, certains auteurs ont étudié les différentes stratégies auxquelles les investisseurs considérés comme « irrationnels » peuvent avoir recours. Dans le cadre d'analyse de la finance comportementale, ces auteurs ont constaté que le marché n'est pas un ensemble d'individus indépendants, mais une communauté fortement interconnectée. Ainsi, la contagion, voire la grégarité des comportements jouent un rôle très important dans les décisions d'investissement. Dans ces études, de nombreux investisseurs peuvent investir en fonction de la stratégie dite d'extrapolation des tendances antérieures ou « positive feedback trading ». En d'autre terme, les « chasseurs de tendance » achètent lorsque les prix montent et vendent quand les prix baissent. Il en résulte souvent une déconnexion profonde entre l'évolution des données économiques fondamentales et les variations constatées des prix, phénomène de nature à susciter des bulles spéculatives.

Dans le contexte d'une économie mondialisée, les investisseurs se trouvent confrontés à la complexité et à l'opacité des marchés financiers, ce qui suscite la peur de se tromper dans les choix d'investissement. Cela les incite à imiter d'autres agents considérés comme « généralement bien informés » (investisseurs, dirigeants, intermédiaires financiers). En réalité, pour un investisseur, le « mimétisme informationnel » consiste à copier ou à se conformer aux indications des milieux considérés comme « autorisés ». De plus, à l'intérieur des groupes, le besoin de se conformer aux règles communes incite les investisseurs à des comportements imitatifs. Cela leur évite d'être exclus des processus de choix d'investissement.

Dans un tel contexte, les investisseurs tendent à définir des stratégies d'investissement en achetant les titres qui ont progressé lors des périodes récentes. Cette stratégie est dénommée « momentum effect » et vise à renforcer la confiance des investisseurs dans l'évolution des marchés, ainsi qu'à détecter les titres qui offriront les meilleurs rendements. A travers les études empiriques, des auteurs ont montré qu'il existe un momentum effect à court terme et un renversement à long terme. En d'autres termes, il semble que les investisseurs sous-réagissent à l'information présente et sur-réagissent à l'information passée.

Selon Clotilde Wetzler, le « mimétisme informationnel » se révèle ambivalent. Dans quelques cas, il est rationnel lorsque l'imitation ne concerne qu'un petit nombre d'individus. En réalité, certains investisseurs privilégient les mouvements collectifs au détriment de l'information privée, en considérant l'information publique fondée sur la rumeur comme la plus pertinente. Ici, l'imitation informationnelle est rationnelle car cette action est perçue comme adéquate. A partir de ce raisonnement, les investisseurs sont susceptibles d'être affectés par cette imitation. Ainsi, ils ont tendance à suivre les prises de positions des spécialistes de la finance,

sous l'influence de telle personne ou de tel organisme pour la qualité de ses informations. On peut ainsi observer sur les marchés financiers une attention constante aux rumeurs, aux actes d'autrui. En conséquence, les investisseurs pensent qu'ils ont eu accès à une information privilégiée. Pourtant, le « mimétisme informationnel » est considéré comme irrationnel si beaucoup d'individus adoptent un comportement moutonnier. Cela donne la naissance à un phénomène dit de « cascade informationnelle ». Dans ce cas, les prix des titres ne représentent plus la confrontation des informations privées des investisseurs, mais une amplification des informations détenues par les seuls agents qui ont initié ce phénomène. Ainsi, les comportements imitatifs deviennent inefficients. En exploitant la théorie des « cascades informationnelles », Welch (1992) a illustré l'influence de ces comportements sur les prix des titres. Lors d'une introduction d'un titre en bourse, il constate que les premiers échanges sont considérés comme déterminants pour son évolution future. En général, le prix de ce titre est sous-évalué par rapport à sa valeur fondamentale. Dès lors, le mouvement initial va rapprocher le prix du marché de cette valeur, ce qui engage une tendance haussière.

Sous les effets de la communication, plus les corrélations des irrationalités s'accroissent, plus les comportements des individus semblent devenir homogènes. En 1989, Pound et Schiller ont constaté que la communication directe joue un rôle décisif dans plupart des décisions des investisseurs particuliers comme des investisseurs institutionnels. A travers une analyse du mimétisme informationnel et de son ambivalence, nous pouvons mieux comprendre les dynamiques de sur-réaction. Ces dynamiques consistent en deux étapes distinctes.

- L'investissement est tempéré durant une première étape, qualifiée de « boom », qui correspond à l'arrivée d'informations positives sur les marchés financiers. Ces informations concernent souvent la découverte de nouvelles sources de profit. Dans ce contexte, les « insiders », ayant accès à ces informations, privilégient quelques actions. Cette attitude aide les investisseurs à faire progresser les prix des titres sur les marchés financiers. Pourtant, cela n'engendrent pas une bulle car cette hausse est la conséquence directe de la hausse des valeurs fondamentales. Ainsi, les investisseurs agissent de manière rationnelle.
- L'euphorie apparaît dans une seconde étape, sous l'effet de mécanismes d'amplifications. Par des « positive feedback trading », de nombreux investisseurs, sans avoir eu accès à des informations spécifiques, prennent part au mouvement.

Par de telles constations, la finance comportementale parvient à expliquer l'existence de certains phénomènes anormaux sur les marchés financiers. De plus, avec l'hypothèse des investisseurs irrationnels et des limites d'arbitrages, la finance comportementale nous amène à la conclusion que les marchés financiers ne sont pas efficients

Contrairement aux postulats essentiels de l'efficience des marchés, la finance comportementale établit que les écarts avec les prix d'équilibre ne créent pas nécessairement des opportunités d'investissement. Ces opportunités apparentes n'excluent pas des risques sévères et des coûts importants qui limitent l'action des agents rationnels. De nombreuses

recherches ont pris en considération ces risques, les coûts des stratégies d'arbitrage, ainsi que les impôts boursiers.

A cet égard, Shleifer et Summer (1990) ont mis en évidence deux risques majeurs susceptibles de limiter les actions d'arbitrage. Il s'agit du risque dit « fondamental » et du risque lié à « *l'incertitude du prix de revente future* ».

- Par référence au risque fondamental, Shleifer et Summer supposent que les titres seront vendus à des prix supérieurs à ceux qu'établiraient les valeurs futures des dividendes, ce qui conduit les arbitragistes à les vendre à découvert. Cette situation implique un risque au moment de la réalisation des dividendes. La vente de titres surévalués est toujours une opération de nature à limiter les positions des arbitragistes et peut même en définitive les inciter à vendre à découvert afin de ramener les cours vers leurs valeurs fondamentales.
- Selon De Long, Shleifer, Summers et Waldmann (1990), une deuxième source de risque découle de l'imprévisibilité du prix de revente future. Ce risque constitue un argument fondamental car il existe même si les titres sont parfaitement substituables. Il met en avant le fait qu'un écart de prix qui est à la base de l'arbitrage peut persister, voire s'aggraver.

De nombreux travaux établissent que les marchés sont souvent durablement affectés par les erreurs d'évaluations. De plus, ces erreurs peuvent constituer un obstacle à l'arbitrage. Pour gérer les risques de ce type, avec des titres surévalués, les arbitragistes sont incités à les vendre à découvert. Lorsqu'une tendance baissière est anticipée avant les échéances convenues, les arbitragistes achètent à ce moment les titres à un prix inférieur au prix convenu, ce qui permet de réaliser un gain égal à la différence entre ces prix. Cependant, l'arbitragiste encourt un risque si les cours des titres se maintiennent ou s'accroissent.

Dans une recherche sur les limites de l'arbitrage, Shleifer et Vishny (1997) ont constaté que les ajustements des prix d'un actif vers les points d'équilibre n'obéissent que d'une manière infinitésimale aux actions des traders. En outre, ces ajustements sont influencés par les investisseurs institutionnels qui mobilisent les ressources financières d'autres détenteurs de capitaux afin de prendre des positions conséquentes. Ces résultats infirment les modèles d'arbitrage de Fama afférents aux marchés efficients (Fama -The behavior of stock market prices-1965).

Shleifer et Vishny, ont démontré que les actions d'agents irrationnels peuvent conduire les prix à s'éloigner des valeurs d'équilibre. De plus, cette situation peut perdurer malgré l'intervention d'agents rationnels comme les arbitragistes. Par ailleurs, ces arbitragistes doivent faire face à des problèmes en réalité différents. Il s'agit des problèmes d'agence lorsqu'ils gèrent les capitaux des autres investisseurs. Ces difficultés résultent souvent d'un manque de compréhension des autres investisseurs à l'égard des stratégies des gestionnaires de fonds. En réalité, ces autres investisseurs considèrent les performances des investment funds comme un critère unique pour évaluer les compétences de ces gestionnaires. A leurs yeux, des performances négatives reflètent un manque de compétence des gestionnaires de

fonds, de nature à aggraver les écarts entre les valeurs fondamentales et les prix du marché, avec deux conséquences possibles :

- En premier lieu, les investisseurs mécontents peuvent retirer leurs capitaux des fonds d'investissement. Face à ces demandes de liquidités, les gestionnaires de fonds doivent réaliser une partie de leurs positions à des moments souvent très défavorables.
- En second lieu, des retraits massifs peuvent réduire les performances des investment funds de manière cumulative, ce qui incite d'autres investisseurs à retirer leurs capitaux. Ces comportements peuvent alors se généraliser très rapidement avec le développement des technologies de l'information et de la communication.

Dès lors, les retraits collectifs des investisseurs exercent des effets critiques sur les performances des fonds, avec des risques majeurs au moment des liquidations, d'autant plus que les gestionnaires des fonds doivent rembourser leurs emprunts auprès des organismes de prêt quand les risques encourus sont considérés comme trop importants. Cela est le cas notamment quand la dérive des cours par rapport aux prix d'équilibre est considérée comme exacerbée.

En réalité, les arbitragistes sont très conscients des risques non négligeables qu'ils encourent. Aussi se préoccupent-ils de rechercher des solutions adéquates pour tempérer l'agressivité des risques en luttant contre ces écarts irrationnels. Néanmoins, certains managers (arbitragistes) considèrent l'apparition d'écarts comme une opportunité à exploiter en « surfant » la vague créée par les investisseurs irrationnels. Cela incite à réviser la notion d'arbitrage en tenant compte de la coexistence sur le marché d'investisseurs irrationnels (noise traders) et d'investisseurs rationnels. D'ailleurs, Keynes (1936) montre que « les investisseurs professionnels se préoccupent, non pas de la valeur véritable d'un investissement...mais de la valeur que le marché, sous l'influence de la psychologie de masse, lui attribuera d'ici trois mois ou un an, voire plus tard ».

Un tel agent qui connaît non seulement les fondamentaux mais aussi les croyances des investisseurs irrationnels (noise traders) est qualifié de smart money tracker. Dès lors, les arbitragistes prennent en compte les opinions des investisseurs irrationnels comme une variable afin de déployer cette stratégie. Pour illustrer ce propos, Keynes prend un exemple simple :

- Un investisseur évalue à 30 la valeur fondamentale d'un titre dont le cours est de 25 et estime que trois mois plus tard le marché l'évaluera à 20.
- Quand cet investisseur prend en connaissance la sous-évaluation de ce titre, la théorie de l'efficience lui recommande d'acheter cette action afin de garantir un profit de 5.
- Cependant, cet investisseur peut retenir une meilleure stratégie, en vendant le titre aujourd'hui et en le rachetant quand le cours sera tombé à 20 à la suite des actions des investisseurs irrationnels.

- Il revendra ensuite le titre lorsque le cours aura atteint le niveau de 30, en conformité avec ses anticipations.

Ainsi, cet investisseur pourra obtenir un profit trois fois plus élevé en prenant en considération l'opinion des « noise traders ». Cependant, cette stratégie d'investissement augmente les écarts entre le prix et la valeur fondamentale. Ces écarts peuvent durer longtemps, notamment durant les périodes des bulles spéculatives. A cet égard, on peut citer le phénomène des bulles spéculatives sur les compagnies d'Internet. Durant les années 1990, les prix de ces sociétés ont fortement augmenté, ce qui a suscité des espérances de rendements très élevés pour ces titres au sein des communautés d'investisseurs. Néanmoins, cette espérance était tout à fait indépendante des valeurs fondamentales sous-jacentes. En conséquence, les cours des titres de ces sociétés ont été maintenus à des niveaux très élevés pendant plusieurs mois et même pour certains titres pendant plusieurs années. L'influence des arbitragistes n'a eu que peu d'impact sur les cours durant cette période de bulle. La stabilisation du marché n'est intervenue qu'à partir d'avril 2000.

Les investisseurs rationnels considèrent les coûts liés à leurs stratégies d'arbitrage comme un facteur important dans les processus de prises de décisions d'investissement. Il s'agit notamment des commissions boursières et des frais liés aux ventes à découvert des investisseurs. Ces coûts de transaction doivent être rajoutés à d'autres coûts spécifiques et peuvent transformer un portefeuille gagnant en portefeuille perdant.

En réalité, nous pouvons constater que certains investisseurs rationnels appliquent des stratégies impliquant l'utilisation d'un effet de levier financier et de ventes d'actifs à découvert.

Lorsque les investisseurs utilisent l'effet de levier financier dans leurs stratégies d'investissement, il leur faut envisager les rendements attendus par rapport aux montants des intérêts qu'ils devront payer sur les capitaux empruntés ; En matière d'investissement boursier, l'utilisation de l'effet de levier financier engendre souvent des charges d'intérêts élevées. Dans certaines situations, notamment durant les périodes de bulles spéculatives, les prises de positions des arbitragistes conduisent à des écarts de plus en plus élevés entre les cours et les valeurs fondamentales. Dans ce contexte, les investisseurs rationnels ont tendance à maintenir leurs positions au lieu de les liquider, ce qui peut comporter deux conséquences :

- D'un côté, les rendements annualisés de leurs stratégies pourraient diminuer du fait de l'augmentation des coûts spécifiques de leurs stratégies.
- D'un autre côté, la période des intérêts sur l'emprunt pourrait être prolongée au-delà de leur espérance.

Dès lors, ces deux conséquences pourraient entraîner des charges accrues d'intérêt comme résultat imprévu de leurs stratégies.

En matière d'investissement boursier, bien que les investisseurs effectuent plusieurs opérations de ventes d'actifs à découvert avec des frais très faibles, ils rencontrent parfois des difficultés à emprunter ces actifs.

A titre d'exemple, lors de l'introduction en bourse de 5 % du capital de la société Palm Pilot en 2000, la demande de ces titres était très forte tandis que l'offre de ces titres sur le marché demeurait faible. Cette situation a conduit à une valorisation du prix théorique dépassant fortement la valeur comptable, avec un Market to book ratio très élevé. Il faut noter que la société mère conservait 95% du capital de cette société. Dans ce contexte, les arbitragistes n'ont pas pu trouver de titres à emprunter afin de réaliser des ventes à découvert. Cette situation n'a été résolue que lorsque cette société a décidé d'émettre des titres supplémentaires ;

En outre, les investisseurs doivent prendre en considération les coûts de l'intelligence économique comme un élément important lors des prises de décision d'investissement. En effet, ces coûts d'information permettent aux investisseurs de détecter les écarts irrationnels et de mettre au point des stratégies d'investissement appropriés, même si les écarts irrationnels demeurent difficilement détectables, comme le montrent Shiller et al. (1981 ; 2012).

Par ailleurs, selon Asawath Damodaran (2014), les investisseurs doivent intégrer la fiscalisation des gains boursiers comme un élément fondamental dans leurs prises de décision. En réalité, leurs gains découlent essentiellement des rendements après impôt. A cet égard, il faut noter que les investisseurs rencontrent souvent des difficultés car les réglementations fiscales sont souvent modifiées. La fiscalité limite donc fortement les possibilités d'action des investisseurs et son impact peut même aggraver les écarts irrationnels.

Enfin, l'analyse des arbitrages limités permet aux de percevoir les éventualités de déséquilibres profonds sur les marchés financiers, et cela souvent durant de longues périodes. En réalité, nous rencontrons souvent ce phénomène dans le cas des bulles spéculatives. Les enseignements de cette analyse, confirmés par les résultats de nombreuses études empirico-statistiques, infirment la vision idéaliste de l'efficacité des marchés qui postule un alignement des prix sur les valeurs fondamentales.

Néanmoins, certains défenseurs de l'efficacité des marchés ne sont pas convaincus par les conclusions des analyses afférentes aux bulles spéculatives. Ils développent leurs logiques en se basant sur une interprétation de l'hypothèse des marchés découlant de la difficulté pour les intervenants d'obtenir des rendements anormalement élevés. Leur argumentation repose sur deux idées : les performances élevées des fonds d'investissement sont nécessairement éphémères et les gestionnaires des fonds rencontrent des difficultés pour dépasser leurs indices de référence. En effet, sur ces marchés nécessairement efficaces, il ne peut exister de « profits gratuits ou injustifiés ».

Selon Moscato (2010), « si un marché efficace implique bien l'absence de possibilité de profits anormaux, une telle absence d'opportunité de profits anormalement élevés n'implique

pas nécessairement un marché efficient dont les prix reflètent les réalités économiques sous-jacentes ».

Cette analyse nous permet de diviser les marchés financiers en deux catégories différentes :

- Soit les prix s'équilibrent correctement autour de leurs valeurs fondamentales et dans ce cas les marchés financiers sont efficients et ne permettent pas d'obtenir des profits anormaux élevés.
- Soit les prix sont déséquilibrés ou inefficients lorsque, ce qui peut impliquer des profits anormaux.

Dans le contexte économique actuel, l'inefficience des marchés financiers résulte souvent des asymétries d'information et des positionnements biaisés de certains acteurs. Ces phénomènes peuvent aggraver les écarts entre les valorisations et les réalités sous-jacentes sans offrir pour autant de possibilité d'intervention sans risque. En outre, il faut souligner que la finance comportementale considère ces situations de déséquilibre comme des éléments fondamentaux pour expliquer les opérations des intervenants informés. Cette approche alerte les investisseurs sur la réalité des risques inhérents aux stratégies d'arbitrage.

2 Les principaux biais comportementaux dans la décision financière des investisseurs

Les investisseurs ont systématiquement tendance à se baser sur les événements historiques pour estimer les tendances futures des prix des titres. Pour ce faire, ils utilisent souvent des modèles mathématiques issus du cadre de la finance rationnelle pour synthétiser les données du passé. Néanmoins, nous avons pu observer dans le passé que les résultats de ces projections sont toujours mis en défaut en situation d'incertitude, notamment lors des crises financières. En fait, ces modèles ne peuvent pas refléter tous les comportements des acteurs et notamment leurs intentions vis-à-vis des marchés financiers. Cela ne permet pas aux investisseurs de comprendre les raisons des variations anormales des prix des titres à travers des observations réalistes. Ce constat est confirmé par certains auteurs dans leurs recherches portant sur la psychologie des comportements en situation d'incertitude.

Selon les logiques de Platon et d'Aristote, les erreurs peuvent découler des « pensées », des « sentiments » et des « désirs ». Dans la psychologie, ces trois aspects sont illustrés par trois phénomènes différents : les phénomènes affectifs, cognitifs et conatifs. Dans la lignée des idées de Platon, dans son mémoire sur la finance comportementale (2009), Clotilde Wetzler(2009) a montré que les phénomènes conatifs ou comportementaux se situent dans l'ensemble des mouvements organisés à l'extérieur d'un organisme. Ces phénomènes sont aussi une résultante des phénomènes affectifs et des phénomènes cognitifs, ces derniers étant définis comme les processus de collecte et de traitement de l'information.

Dans la lignée inconsciente d'une logique platonicienne, les investisseurs pensent comprendre plus de choses que ce n'est réellement le cas. Ils en viennent ainsi à commettre des erreurs

majeures, conséquences des fossés entre ce qu'ils croient savoir et ce qu'ils savent réellement. En effet, dans un contexte incertain, les investisseurs ont tendance à confondre des objets en réalité inconnus, improbables ou incertains avec des objets concrets, clairs et nettement identifiés. De plus, ils se concentrent sur les objets séduisants et attractifs par rapport à d'autres moins élégants et moins malléables.

Cette opinion est également partagée par Taleb, dans son livre « *Le cygne noir – La puissance de l'imprévisible* » publié en 2008. Selon Taleb, nous ne percevons souvent que le déroulement des événements, et non pas le script ou le générateur de l'histoire qui les produit. Nous percevons les événements historiques, mais nous ne percevons pas leur causalité. Si l'Histoire a un sens, ce sens nous échappe, comme d'ailleurs les forces qui l'orientent en profondeur.

Concrètement, dans un contexte incertain, les investisseurs se trouvent fréquemment confrontés à des risques majeurs, conséquence d'un manque de compréhension des événements historiques. Selon Taleb, ce manque de compréhension découle de la différence de nature entre les événements eux-mêmes et celle du script ou générateur de l'histoire dont le sens demeure occulte.

La psychologie cognitive fait référence à la manière dont raisonnent les acteurs du marché. Mais, en réalité, les investisseurs ne parviennent pas à déchiffrer les pensées des acteurs en se fondant uniquement sur leurs actes. Par conséquent, il existe de fortes probabilités pour que les investisseurs se méprennent sur les intentions des acteurs. Ces erreurs peuvent induire des conséquences sévères pour les investisseurs et conduire à des décisions erronées sous l'effet de biais comportementaux.

Dès lors, apparaît la nécessité d'établir une typologie des biais comportementaux dans l'optique d'une meilleure compréhension des prises de décision afin d'identifier les sources de risques imprévisibles.

Une typologie élémentaire nous permet de distinguer deux types de biais comportementaux : les biais affectifs et les biais cognitifs.

Ainsi, nous avons l'intérêt d'effectuer une typologie des biais comportementaux principaux dans l'optique de la prise de décisions financières. Ce travail nous permettra d'identifier certaines sources de risques imprévisibles pour les investisseurs. Dans ce travail, nous pouvons distinguer deux types principaux de biais comportementaux en. Il s'agit des biais affectifs et des biais cognitifs.

2.1 Les biais affectifs

Selon Clotilde Wetzler (2009), les biais affectifs sont observables dans les processus de collecte et de traitement de l'information. Néanmoins, ces biais sont peu abordés car les auteurs se consacrent surtout à l'étude des biais cognitifs. Les analystes considèrent en effet

que les biais affectifs ne se prêtent à la quantification mathématique, ce qui limite fortement leur portée heuristique.

En réalité, nous avons tendance à faire intervenir nos émotions dans la plupart des décisions. En effet, les agents peuvent évaluer des phénomènes ou des objets et parvenir à des prises de décision en se basant sur leurs images mentales. Ces dernières sont souvent issues de leurs sentiments positifs ou négatifs. Finucane, Alhakami, Slovic et Johnson (2000) ont qualifié ce raisonnement d'« *heuristique d'affectivité* ». Un tel biais guide fréquemment les décisions des investisseurs.

Sur les marchés financiers, les investisseurs tendent à acheter les titres de sociétés ayant une image positive (hautes technologies...) plutôt que d'acheter ceux de sociétés négativement perçues (tabac, déchets...). En fait, l'influence des émotions sur l'évaluation des titres peut devenir importante quand les informations fondamentales font défaut. De plus, Taleb (2008) montre que la pénurie d'informations fondamentales amène les investisseurs à une situation incertaine. Dans un tel contexte, ils tendent à fonder leurs prévisions sur des informations disponibles privilégiées ou sur des heuristiques. Ce biais affectif est de nature à inciter les investisseurs à commettre des erreurs dans les évaluations de titres.

A partir de tels constats, il apparaît opportun de développer une méthode d'évaluation des titres dans un contexte incertain. Une telle méthode implique de caractériser les perceptions des entreprises cibles à travers des indicateurs significatifs.

Selon De Bondt et Thaler (1985), l'excès de confiance doit attirer l'attention en matière de psychologie décisionnelle. En finance, des investisseurs parfaitement rationnels considèrent une série d'événements donnés pour déterminer leur probabilité moyenne de réalisation. Ils peuvent ainsi parvenir à un certain niveau de confiance lorsqu'ils évaluent un titre financier. Dans ce contexte, ces investisseurs tendent à surestimer leurs capacités prédictives. Ainsi, un tel biais peut conduire les investisseurs à surévaluer la précision de l'information collectée par eux même et donc à lui attribuer une qualité et une probabilité excessives.

La surestimation de la précision des connaissances est l'un des phénomènes constitutifs de l'excès de confiance. Cette surestimation conduit les investisseurs à conforter les décisions qu'ils ont prises et à sous-estimer les informations qui ne leur semblent pas favorables. Ce constat a été confirmé par plusieurs auteurs au travers de recherches sur la faible capacité des personnes à estimer les probabilités.

En 1977, Fischhoff, Slovic et Lichtenstein ont effectué des tests sur les capacités de décision de plusieurs personnes. Le résultat de ce test montre qu'il existe une tendance des personnes testées à sous-estimer la probabilité d'apparition d'événements défavorables et à juger apparemment contre certains des événements favorables mais tout au plus probables. A partir de ces résultats, les auteurs émettent un diagnostic sévère suivant lequel nombre de certitudes ne sont pas justifiées. Ainsi, la sous-estimation de la probabilité de certains événements défavorables est issue des croyances des agents, notamment celles des investisseurs. Par

référence à la psychologie, il nous faut remarquer que les croyances sont l'un des éléments importants contribuant à la création de biais affectifs en général et de l'excès de confiance en particulier. Si les agents sont trop optimistes, ils ont tendance à privilégier un scénario favorable plutôt qu'une issue plus sombre.

Dans une étude conduite sur la base d'une enquête en ligne (1999), Bernartzi, Kahneman et Thaler établissent que les actionnaires sont souvent plus enclins à prédire la hausse du marché des actions que les détenteurs d'obligations. Le résultat de cette étude montre également que les investisseurs consacrent plus du temps à évaluer un gain potentiel plutôt qu'une perte potentielle. Ce biais pourrait conduire les investisseurs à sous-évaluer les risques liés aux titres dans lesquels ils veulent investir. Ainsi, il apparaît que cet optimisme injustifié est aussi un biais affectif influençant les décisions des agents. A partir de telles constations, la surévaluation par les agents de leurs propres capacités et leur optimisme injustifié apparaissent comme les deux biais affectifs essentiels constituant l'excès de confiance.

Ces excès de confiance, à caractère récurrent, conduisent fréquemment les investisseurs à commettre des erreurs dans l'évaluation de titres financiers. En finance de marché, un investisseur trop confiant croit qu'il comprend bien le marché financier. Aussi-a-t-il tendance à vouloir gérer lui-même son portefeuille de manière active. Par conséquent, il peut en résulter un portefeuille insuffisamment diversifié et une multiplication des prises de position injustifiées. En effet, une telle sous-diversification se caractérise souvent par un important volume d'échanges des titres individuels sur le marché financier. Dans ce contexte, hormis les risques du marché, l'investisseur doit se confronter aux risques latents liés aux entreprises dans lesquelles il envisage d'investir ou dans lesquelles il a déjà investi. Si ces risques se concrétisent, il peut en résulter des conséquences très graves. Dans certains cas, l'investisseur doit arrêter ses activités et liquider son portefeuille. Ce constat nous permet d'identifier une source de risques qui influence la prise de décision des investisseurs. Il faut noter que la théorie de l'efficacité considère que les volumes d'échanges des titres individuels sont très faibles et qu'elle ignore les risques spécifiques liés aux entreprises potentielles. Néanmoins, ces hypothèses de la théorie d'efficacité ne reflètent pas les réalités du fonctionnement du marché et celles des comportements des investisseurs. Par telles constations.

En outre, l'excès de confiance affecte également les valeurs de rendement des titres. Dans une situation d'excès de confiance, les investisseurs tendent à acheter des titres surévalués et ils négligent les titres réputés moins performants et moins valorisés. Cela conduit les investisseurs à ignorer des opportunités permettant d'obtenir des profits en achetant des titres de bonne qualité mais sous-évalués. Or, il faut admettre que, dans certains cas, les titres de bonne qualité sont sous-évalués et peuvent générer des rendements plus élevés que les titres performants et surévalués. En fait, une telle erreur est souvent le résultat de la faible capacité des investisseurs à estimer correctement les probabilités de rendement. Comme nous le soulignons ci-dessus, les investisseurs ont tendance à surestimer le poids des informations favorables et à ignorer des informations défavorables et donc également certaines opportunités.

Néanmoins, la diversité des anticipations peut inspirer des comportements en apparence contradictoires ou influencés par des « effets de disposition » qui conduisent les investisseurs à conserver leurs titres en perte plus longtemps que leurs titres en gain. De ce fait, les portefeuilles sont souvent affectés par des performances défavorables.

Locke et Mann (2004 ; 2009) considèrent que les traders ayant les meilleures performances sont ceux qui conservent le moins longtemps leurs positions en perte. En fait, nous constatons que ce comportement est souvent lié à la richesse des investisseurs et à leurs expériences. Cela est également confirmé par Dhar et Zhu(2006), dans une étude analysant les comportements moyens de l'ensemble des participants. Par ailleurs, Moscato (2010) estime que l'analyse de ce biais peut permettre de suggérer de nouvelles recommandations pour l'évolution de la réglementation des marchés boursiers en fonction des degrés de sophistication financière des clients. Ces constatations montrent l'utilité de mettre en place un outil de veille pour les changements législatifs et réglementaires afférents aux marchés financiers.

En définitive, il faut reconnaître que les biais affectifs jouent un rôle important dans les processus de prise de décision des investisseurs. Dans un contexte incertain, ces biais nous permettent d'expliquer certains phénomènes de manière plus réelle. Ces anomalies sont souvent des erreurs émotionnelles. Néanmoins, il nous faut noter que la théorie de la finance d'efficience ne semble pas pouvoir expliquer ces phénomènes réels et prégnants car elle exclut tous les aspects émotionnels dans les décisions des investisseurs.

2.2 Les biais cognitifs

La capacité cognitive joue un rôle très important dans la plupart des décisions. En fait, cette capacité se caractérise par un système actif de traitement de l'information. Ce système permet aux agents de manipuler des informations à travers plusieurs processus différents tels que l'encodage, le stockage, ou la récupération. En réalité, les agents peuvent facilement commettre des erreurs cognitives au cours de ces processus. Nous constatons que ces erreurs résultent souvent de leur faible capacité d'interprétation des informations appropriées. Pour mieux comprendre les origines de cette faiblesse, il nous faut rappeler les analyses des erreurs cognitives menées par Clotilde Wetzler (2009). Cette étude nous permet également de comprendre les impacts des aspects cognitifs sur la formation des prix au sein de la sphère financière.

Dans ses travaux, Clotilde Wetzler propose des approches pluridisciplinaires reposant sur des champs de recherche tels que la finance de marché, la psychologie cognitive et l'intelligence économique. Pour avoir une vision claire du système de traitement de l'information, il est possible d'identifier quatre stades analytiques, en identifiant les erreurs cognitives relatives aux différentes étapes du traitement de l'information.

Au cours d'un processus de traitement de l'information, les agents doivent en premier lieu identifier un stimulus issu de multiples sources différentes. Dans un tel contexte, ils doivent

effectuer un traitement primaire des informations afin de comprendre leurs significations (ou leurs sens) de manière consciente ou inconsciente. Ce processus comporte deux premières étapes en matière de traitement de l'information :

- Il s'agit en premier lieu d'analyser le contexte environnemental et d'évaluer la signification informative des stimuli.
- En second lieu, les agents réalisent un tri des informations en fonction des processus antérieurs de mémorisation et de leur intensité, ce qui leur permet d'effectuer un tri et de sélectionner les informations pertinentes.

Au premier stade du processus, les agents subissent des limites dans leurs capacités d'apprentissage au double niveau de l'observation et de l'expérience. Taleb donne ainsi l'exemple du Cygne noir pour illustrer ce genre de limite. Selon lui, l'apparition de Cygnes Noirs surprend tout le monde. En fait, nous pensons que tous les cygnes ont les plumes blanches parce que nous n'en avons jamais vu de noir. Cette croyance semble se focaliser entièrement sur des preuves empiriques. D'où la stupéfaction lorsqu'on découvre un cygne noir. A travers cet exemple, nous constatons que les agents ont du mal à comprendre et à interpréter des données reçues qui sont rares et en dehors de leurs attentes ordinaires. Malgré cette difficulté, les agents continuent à adhérer à la signification informative de manière consciente ou inconsciente, ce qui les conduit à des biais cognitifs.

Dans certains cas, ces biais cognitifs peuvent induire les agents à commettre des erreurs aux conséquences extrêmement dommageables. Selon Taleb, la survenue du phénomène de Cygnes Noirs pourrait être expliquée par référence à des données passées. Pour mieux comprendre l'origine de ces biais, il nous faut revenir à la notion de perception et au rôle de cette dernière au cours d'un traitement de l'information. Clotilde Wetzler (2009) montre que « la perception est le phénomène psychologique qui nous relie au monde par l'intermédiaire de nos sens ». Cette notion confirme le rôle important de la perception au cours des processus de traitement de l'information. Rappelons que la perception est considérée comme un ensemble d'activités psychologiques différentes et simultanées. L'ensemble de ces activités consiste à sélectionner l'information, à l'organiser et à construire une signification pour cette information. Dans un premier stade de traitement mental, l'information brute reçoit une signification. A ce moment-là, les agents ont tendance à considérer cette signification de la manière la plus simple possible. Cela conduit les agents à suivre un critère dichotomique tel que hausse ou baisse, bonne ou mauvaise nouvelle. De plus, ils sont enclins à chercher des preuves empiriques pour confirmer ce critère ou cette signification).

Selon Taleb (2008), les agents peuvent trouver très facilement ces preuves à travers des données du passé. Cependant, nous constatons qu'une fois ancrée dans leurs habitudes et dans leur sagesse traditionnelle, la confirmation de leurs perceptions peut se révéler dangereuse au moment des décisions. Taleb confirme cette idée à travers l'exemple de la dinde. Dans cet exemple, une personne a observé la vie d'une dinde durant les mille premiers jours de sa vie, jours pendant lesquels cette dinde grossit. Rien ne peut laisser penser à la pauvre dinde qu'elle finira farcie de marrons un jour de fête. Aucune observation ne peut lui laisser entrevoir cette fin tragique. Cet exemple confirme l'existence de phénomènes de Cygnes Noirs. Rappelons-

nous que les agents ont tendance à suivre sans discernement la confirmation des preuves empiriques. Se conformant à cette logique, ils trouvent des preuves de l'impossibilité que des Cygnes Noirs apparaissent. A partir de cela, nous constatons que bien que, en fait, la distance logique entre deux affirmations soit très importante, elle nous semble très restreinte. Ainsi, il est très facile de substituer une affirmation par une autre au cours de notre perception. Dans les jours prochains, si nous réussissons à nous souvenir de la première confirmation, il existe une forte probabilité que nous nous rappelions aussi la deuxième. Néanmoins, cette dernière est erronée, c'est-à-dire qu'il existe des preuves qu'il n'y a pas de Cygnes Noirs. Taleb appelle cette confusion une erreur de flèche inversée, car ces affirmations ne sont pas interchangeables.

Cette confusion entre les deux assertions participe d'une erreur de logique très banale mais elle exerce une forte influence sur nos décisions. Ainsi, cette confusion entraîne les agents à mal interpréter l'information brute. Selon Taleb, nous ne pouvons pas éviter les banales erreurs de logique. Une observation, même répétée un grand nombre de fois, ne permettra jamais de démontrer qu'elle va nécessairement se reproduire dans l'avenir. En fait, ces erreurs sont les résultats de l'inadéquation de notre système de déduction quant à l'interprétation des anomalies d'un environnement complexe. Pour comprendre l'origine de cette inadéquation, nous devons distinguer deux états d'incertitude qui existent dans le monde actuel et considérer leurs impacts sur notre perception du monde.

En regard du premier état de l'incertitude, Taleb montre que nous avons l'habitude de vivre dans un monde dans lequel un événement isolé n'a aucun impact sur le tout. Il nomme un tel état du monde « Médiocristan ». Dans ce monde, nous avons tendance à suivre la loi suprême du Médiocristan : quand l'échantillon est large, aucun élément ne peut modifier de manière significative l'agrégat ou le tout. Pour illustrer cela par un exemple, la présence dans un échantillon de 1000 personnes de l'homme le plus grand du monde ne changera qu'à la marge la taille moyenne de l'échantillon étudié. Lorsque les phénomènes observés suivent ce genre de loi statistique, il est possible, pour définir le futur, de se fier aux données du passé. « Médiocristan » est ainsi le lieu où on doit subir la tyrannie du collectif, du routinier, de l'évident et du prévu. Dans ce contexte, ce que nous pouvons donc apprendre des données s'accroît très rapidement avec l'apport d'informations. Par conséquent, notre rigueur épistémologie ne peut pas accepter une surprise de type Cygne Noir telle qu'un seul et unique événement puisse dominer ou modifier le tout.

Taleb oppose au monde Médiocristan le monde Extrémistan dans lequel une valeur haute a un impact décisif sur la moyenne des observations faites. Ainsi, pour reprendre l'exemple précédent, la présence dans un échantillon de 1000 personnes de l'homme le plus riche du monde changera la taille moyenne de l'échantillon étudié. En effet, la fortune de l'homme le plus riche peut représenter à elle seule 99.9% de la richesse de l'ensemble. L'Extrémistan se retrouve dans les environnements complexes : les inégalités sont telles qu'un seul et unique phénomène observé peut avoir un impact disproportionné sur l'agrégat ou le tout. A partir cet exemple, nous constatons qu'en « Extrémistan », les quantités sociales ne sont pas de nature physique, mais informationnelle. De plus, Taleb montre également que les phénomènes

cygnes noirs apparaissent en Extrêmistan. Dès lors, nous devrions toujours nous méfier de la connaissance que l'on tire des données. Aujourd'hui, avec le développement de la technologie d'information et de la communication, nous devons faire face à plusieurs informations différentes en même temps. Cela nous conduit à rentrer de plus en plus dans le monde de l'Extrêmistan. A partir de cela, nous sommes susceptibles de commettre une erreur de la flèche inversée. En plus, selon Taleb, si nous ne faisons pas un effort majeur de concentration, nous aurons tendance à simplifier involontairement le problème. En conséquence, nous courons le risque d'écarter des phénomènes Cygnes Noirs dans un monde complexe. Cela peut nous confronter à des conséquences très lourdes, voire gravissimes.

Nous pouvons appliquer le même raisonnement au domaine de la finance. Ainsi, nous pouvons considérer le cadre de la finance d'efficience comme le Médiocristan et celui de la finance comportementale comme l'Extrêmistan. Rappelons-nous que, dans la théorie de la finance d'efficience, les auteurs écartent les aspects psychologiques dans les décisions financières. Cela conduit les prévisionnistes financiers à ignorer de banales erreurs de logique, comme les phénomènes de Cygnes noirs, dans la plupart des décisions. Ainsi, ils ne considèrent que des phénomènes anormaux qu'ils ont rencontrés dans le passé. Dans un tel contexte, les prévisionnistes financiers utilisent les lois statistiques gaussiennes pour caractériser des phénomènes observés dans le domaine de la prévision financière. En fait, ces lois décrivent souvent des phénomènes anormaux dont un élément considéré isolément n'a pas eu d'impact réellement significatif sur la performance de l'entreprise cible. Au contraire, dans certains contextes spéculatifs, cette performance pourrait être fortement influencée par l'accumulation de ces échantillons. Néanmoins, dans un contexte plus complexe (Extrêmistan), la logique gaussienne n'est plus valable. Il est donc hasardeux d'utiliser sans discernement les techniques statistiques reposant sur la normalité des lois comme le font les prévisionnistes.

Ainsi, ces constats nous amènent à envisager une nouvelle méthode de gestion du risque dans un monde incertain avec l'apparition des phénomènes de type Cygnes noirs, en l'occurrence la gestion de l'imprévisible. Nous avons donc intérêt à prendre en compte des éléments ayant un grand impact sur nos décisions. A cet égard, les lois zipfiennes que l'on rencontre couramment en sciences de l'information et de la communication semblent correspondre aux réalités observées dans ce domaine. Ces lois se caractérisent par le fait qu'un petit nombre d'observations obtiennent des valeurs très élevées (valeurs aberrantes au sens de la statistique traditionnelle) et qu'il y a des disparités telles entre les observations que la notion d'écart type n'a plus de sens. C'est dans ces valeurs aberrantes que se situent les ruptures, les crises et les paliers. Dans un tel contexte, l'appareillage statistique gaussien est caduc et doit être renouvelé.

Au cours d'un deuxième stade du processus de traitement de l'information, des biais peuvent apparaître lorsque les agents éliminent de l'information non pertinente. Pour comprendre l'origine de ces biais, il nous faut rappeler le contexte auquel les agents sont confrontés. Aujourd'hui, le développement de la technologie de l'information et de la communication conduit les agents à évoluer dans un contexte économique mondialisé. Dans un tel contexte,

ils doivent faire face à une surcharge informationnelle. Pour parvenir à une bonne prise de décision, selon l'hypothèse de rationalité, les agents sont supposés se comporter de manière rationnelle en tenant compte de l'ensemble des informations pertinentes disponibles. Aussi, ont-ils tendance à simplifier les problèmes lorsqu'ils considèrent les données du passé. Cela incite les agents à réduire la dimension des choses et à évacuer les éléments auxquels ils ne s'intéressent pas. Les agents peuvent ainsi éliminer certaines informations jugées peu ou moins significatives. Selon Taleb, cette élimination de l'information, qu'il qualifie d' « erreur de narration », est inhérente à la nature humaine. D'ailleurs, du strict point de vue anatomique, notre cerveau ne peut rien percevoir sous forme brute sans l'interpréter de manière quelconque. Cependant, nous n'en sommes pas toujours conscients. Lorsque nous observons des suites d'événements, nous tentons de leur attribuer une explication ou un lien logique. Autrement dit, cette tentative d'explication crée une causalité pour les événements dans nos observations. A partir de cela, nous pouvons mémoriser ces événements plus facilement. Néanmoins, cette propension peut être biaisée, lorsqu'elle augmente notre impression de comprendre les choses. En effet, notre propension à imposer du sens et des concepts inhibe notre conscience des détails qui constituent ces concepts. Cela peut nous conduire à commettre des erreurs cognitives. Taleb qualifie ces erreurs cognitives de « rationalisation a posteriori ».

Il nous faut aussi noter que l'erreur de narration est souvent liée à une propension à la surinterprétation et au fait que nous préférons les phénomènes historiques compacts aux vérités brutes. De plus, Taleb montre également une autre raison plus profonde pour expliquer notre tendance à la narration. Cette raison n'est pas liée à des aspects psychologiques. Elle concerne les effets de l'ordre sur le stockage et la récupération des informations dans tout système. Selon lui, cette raison est également considérée comme un problème central en probabilité et en théorie de l'information. Dans le processus de traitement de l'information, obtenir, stocker, manipuler et récupérer des informations coûte très cher. Ainsi, si nous trouvons la structure issue de cette information et la logique de la série des événements, nous n'avons plus besoin de la mémoriser. A partir de cela, il nous suffit de stocker cette logique. Comme nous le savons, une structure est évidemment plus compacte qu'une information brute. Cela nous incite à réduire la dimension des choses afin qu'elles puissent entrer dans notre crâne. Néanmoins, plus l'information est aléatoire, plus la dimensionnalité est importante et plus il devient difficile pour nous de la résumer. Il faut noter que plus on résume, plus on introduit d'ordre et moins il y a de hasard. Par conséquent, l'élimination de l'information nous incite à penser que le monde est moins aléatoire qu'il ne l'est réellement. A partir de cela, nous pouvons commettre une erreur de narration au cours de traitement de l'information. Ainsi, cette erreur pourrait déformer considérablement notre perception du monde. Dans certains cas, nous pouvons subir de graves conséquences en ignorant des événements rares ayant des impacts importants. Selon Taleb, ces phénomènes peuvent se situer dans les informations éliminées qui sont malencontreusement considérées comme moins pertinentes.

Les agents (investisseurs et dirigeants de l'entreprise cible) ont tendance à percevoir et à imposer la narrativité et la causalité dans leurs décisions. Il faut noter que cette tendance est issue de la nature humaine. A partir de cela, elle conduit les agents à simplifier des

événements ou à rejeter certaines données. En réalité, ces données peuvent s'avérer indispensables. L'élimination d'informations pertinentes affecte les phénomènes cognitifs ultérieurs, ce qui peut provoquer des erreurs de raisonnement. A partir de cela, nous constatons que ces erreurs sont issues de la dissonance cognitive. Selon Clotilde Wetzler, la dissonance cognitive peut être définie comme l'élimination partielle ou totale d'informations pertinentes mais contraires aux croyances d'un individu. Nous constatons qu'en réalité les dirigeants des entreprises peuvent commettre cette erreur dans le processus de définition des options stratégiques. Ces options sont souvent utilisés par les dirigeants pour sélectionner les stratégies engagées vis-à-vis des parties prenantes de l'entreprise cible (financiers, syndicats, salariés, fournisseurs, Etat).

Dans une troisième étape de mémorisation et de récupération des données, l'apparition de certains biais cognitifs est une préoccupation certaine selon de nombreux auteurs. En fait, ces biais peuvent affecter gravement le processus de décision des investisseurs. Selon Taleb, notre mémoire et la flèche du temps peuvent être confondues l'une avec l'autre. Il nous faut noter que la causalité et la narrativité possèdent des caractéristiques chronologiques. Cela nous conduit à percevoir des événements du passé au fil du temps. De plus, Taleb montre que l'erreur de narration peut affecter gravement l'étape de mémorisation pour des événements du passé de la manière suivante: « Nous avons tendance à nous rappeler plus facilement des événements du passé qui s'intègrent dans une narration, tandis que nous négligeons ceux qui ne paraissent pas y jouer de rôle causal ». En théorie, nous pouvons nous rappeler de tous les événements enregistrés dans notre mémoire. Donc, cela nous aide à avoir connaissance de ceux qui les ont suivis. Cependant, dans le processus de traitement de l'information, nous sommes enclins à intégrer des informations récemment acquises et à ignorer des informations plus anciennes qui sont considérées comme moins pertinentes. En réalité, nous sommes capables de nous rappeler une suite reconstruite, mais incapables de nous rappeler la véritable *suite d'événements*. Ici, nous constatons qu'il existe un écart entre les connaissances basées sur les informations postérieures et celles basées sur les informations récemment acquises. Cet écart constitue un biais d'erreur rétroactive. Ce biais fait paraître l'Histoire comme beaucoup plus explicable qu'elle ne l'est réellement.

Dans l'étape de récupération des données, les investisseurs sont susceptibles de commettre des erreurs dans leurs évaluations des prix des titres cible. En effet, ils peuvent surévaluer la probabilité associée à un événement en fonction de la facilité avec laquelle des exemples de cet événement correspondent à leur croyance. Cette erreur est appelée le biais de disponibilité.

Kahneman et Tversky (1974) ont réalisé des tests pour vérifier l'existence de ce biais pendant un processus de traitement de l'information par des décideurs. Ils ont demandé à 152 individus anglophones de dire s'il y a plus de mots commençant par K ou ayant un K en troisième position. En réponse, 105 individus ont estimé que les mots commençant par K étaient plus nombreux. Cependant, en réalité, il y en a deux fois plus qui possèdent un K en troisième position. Ce résultat est expliqué par la plus grande facilité qu'il y a à trouver des mots commençant par K. Cet exemple confirme bien l'existence du biais de disponibilité dans le processus du traitement de l'information.

Dans la lignée de ce raisonnement, ce biais exerce aussi ses effets lorsque les investisseurs se fondent sur des raisonnements par analogie faute d'information suffisante. Ainsi, Marciukaityte, Sczewczyk et Varma (2003) expliquent les raisons pour lesquelles certains placements privés peuvent connaître un important succès lorsque des placements privés comparables ont été des succès dans un passé récent. En fait, ces placements étant souvent effectués par entreprises nouvelles, il est difficile d'extrapoler les résultats futurs à partir des résultats passés. Pour les mêmes raisons, il est possible d'expliquer les succès des introductions en bourse et les opérations de fusion-acquisition.

Robert Schiller(2014) explique les phénomènes de bulles spéculatives par l'importance des biais de disponibilité. Dans ce contexte, l'attention des investisseurs semble focalisée sur certaines informations, ce qui les conduit à privilégier une classe d'actifs plutôt qu'une autre. Cela les incite à sous-évaluer la probabilité de l'apparition des phénomènes externes, extrêmes et rares, comme des Cygnes Noirs. Ainsi, les investisseurs peuvent souvent faire preuve de cécité à l'égard de menaces majeures.

Confrontés à des surcharges d'information, les investisseurs adoptent souvent des règles de simplification qui les incitent à négliger les éventualités de phénomènes exogènes, extrêmes et rares. Ils peuvent donc se retrouver confrontés à des conséquences graves résultant de biais *d'ancrage* et de biais de représentativité.

Les individus développent souvent leurs raisonnements autour de valeurs clés qu'ils utilisent comme des repères. Ce fait est susceptible d'entraîner des biais *d'ancrage*. En 1973, Kahneman et Tversky ont confirmé l'existence de ces biais à travers leurs recherches. Ils ont donné un exemple pour illustrer l'influence de valeurs clés dans les estimations des individus. Dans cet exemple, après avoir tourné une roue de la fortune numérotée de 0 à 100, des individus devaient indiquer le nombre de pays africains membres de l'Organisation des Nations- Unies. En résultat, il y avait deux groupes d'individus qui donnaient des résultats sensiblement différents. L'un des groupes a tiré un nombre médian de 10 et a fait une estimation de 25. Le second groupe a tiré un nombre médian de 65 et a donné 45 comme réponse médiane. A travers de cet exemple, Kahneman et Tversky ont constaté que les estimations des individus étaient influencées par les nombres sortis de la roue d'une manière purement aléatoire. De surcroît, ils ont également montré qu'en cas d'information nouvelle, ce biais avait des effets trop faibles sur les croyances antérieures des individus. Cela signifie une sous-réaction des individus. Le problème réside dans le fait que nos idées sont prégnantes ou « collantes ». Une fois une théorie élaborée, il est difficile de changer d'avis. Selon Taleb, lorsqu'on fonde ses opinions sur des preuves faibles, on a du mal à interpréter les informations qui viennent les contredire ultérieurement, même s'il est évident que celles-ci sont plus exactes.

Rappelons qu'il existe deux mécanismes en jeu ici : le biais de confirmation que nous avons souligné ci-dessus et le fait de préserver ses croyances anciennes ou la tendance à ne pas changer d'avis. En réalité, nous traitons les idées comme des biens dont nous avons du mal à nous départir.

Sur les marchés financiers, nous pouvons constater qu'une foule de nombres peuvent servir de point d'ancrage aux multiples agents (intermédiaires financiers, dirigeants d'entreprises cotées en bourse, investisseurs réels ou potentiels) pour estimer l'évolution du prix d'un titre. Par conséquent, le prix d'un titre observé sur le marché peut influencer les agents d'une manière captive.

Dans une étude concernant l'estimation du prix d'une maison, Northcraft et Neale (1987) montrent que les agents immobiliers n'ignorent pas ce biais d'ancrage au prix affiché. Au cours de cette étude, les professionnels doivent donner une estimation du prix d'une maison qu'ils ont pu visiter. En parallèle, ils ont pu disposer d'une brochure mentionnant le prix demandé par les propriétaires. Dans ce cas, le prix de la maison ne peut substantiellement s'écarter de la valeur demandée par les propriétaires. Ainsi, l'estimation fournie du prix varie en fonction du prix contenu dans la brochure.

Dans le domaine de la finance, le biais de représentativité est une des erreurs que les investisseurs commettent souvent au cours du processus de raisonnement. Cette erreur a souvent des conséquences très importantes. En fait, le biais de représentativité conduit les individus à faire référence à la tendance d'une variable afin d'en expliquer une autre. Dans ce contexte, les individus donnent leurs estimations à partir d'échantillons non représentatifs ou de taille trop faible. Autrement dit, ils tendent à établir une inférence à partir d'informations insuffisantes.

En outre, les individus sont susceptibles d'être influencés par des informations nouvelles et récentes. Cela suscite un biais de représentativité lorsque les individus utilisent ces dernières informations pour formuler leurs estimations. Ce biais permet d'expliquer l'emphasis souvent excessive observée sur des informations, expériences et événements récents. A partir de cela, nous pouvons comprendre les causes de ce biais, les individus se servant d'exemples pour établir des lois générales, ce qui est contraire aux lois de probabilité.

En revanche, Mullainathan (2002) a confirmé le rôle des séries (positives ou négatives) sur l'état d'esprit et la mémoire des personnes, ainsi que leurs conséquences sur les décisions prises. D'une manière similaire, Moscato (2010) a souligné que le biais de représentativité entre en contradiction avec un biais opposé, en l'occurrence le conservatisme, qui décrit « la tendance des processus cognitifs et des réactions émotionnelles à persister dans le temps et à ne se modifier que lentement ». Il faut remarquer que le conservatisme est considéré comme une difficulté des personnes à s'adapter à des événements récents. Dans ce cas, nous devons confronter la dualité issue des conséquences du conservatisme et de celles de la représentativité. En réalité, Moscato (2010) a montré que cette dualité peut être résolue en combinant deux conséquences antérieurement mentionnées. Selon Moscato, les personnes sont lentes et tardent à prendre en compte certains changements, jusqu'au point où ne pouvant plus les ignorer elles leur donnent un poids excessif, ignorant les tendances à long terme.

En outre, Moscato a mis en évidence une autre interprétation de la relation entre ces deux biais, relation ainsi exprimée: « si l'information est liée à un modèle clairement identifié, les

personnes lui attribuent un poids excessif, alors qu'elles tendent à sous-réagir à des données ne correspondant à aucun modèle sous-jacent ou à un modèle non-identifié». Ainsi, les individus risquent de négliger des aspects importants ou nouveaux lorsqu'ils utilisent des règles heuristiques sous la forme de raisonnements simplifiés. Ces derniers sont souvent utilisés dans un cadre routinier afin de gagner du temps, de réduire les coûts de transaction ou d'information, ainsi que les efforts d'analyse.

Au terme de recherches convergentes, deux principaux biais de représentativité ont été mis en évidence : *l'effet dit de momentum* et *l'effet dit de faux consensus*.

-« *L'effet de momentum* » est un biais de représentativité susceptible d'apparaître dans les calculs financiers lorsque les investisseurs se basent sur les performances passées pour extrapoler les performances futures attendues. Ce biais influe sur la façon dont les investisseurs font leurs choix de placement. Dans ce contexte, les investisseurs sont incités à acheter les actifs ayant réalisé les meilleures performances dans une passé récent.

-Sous un effet de faux consensus, les investisseurs sont souvent susceptibles de surestimer leur représentativité. Selon Welch (2001), les financiers calculent une moyenne entre leur estimation du consensus de la communauté financière et leur estimation personnelle initiale pour obtenir une estimation finale. Pourtant, il nous faut remarquer que cette estimation finale n'est que le fruit de l'estimation personnelle initiale. Dans certains cas, l'effet de faux consensus est amplifié. Par exemple : les investisseurs sont confrontés à un déficit d'information qui les amène à un excès de confiance.

Comme nous avons souligné ci-dessus, nous rencontrons souvent des difficultés pour expliquer certains phénomènes anormaux au sein de marchés financiers. Cette réalité a attiré l'attention de nombreux auteurs et praticiens. En 1992, Griffin et Tversky ont essayé d'expliquer les sur-réactions et les sous-réactions des marchés. Cette étude exige de réunir tous ces phénomènes. Ils ont notamment constaté que les investisseurs tendent à attribuer une importance excessive à la force ou la faiblesse d'une information, au détriment de son poids statistique. Dans ce contexte, si l'information a une force plus faible par rapport à son poids statistique et si l'investisseur retient la faiblesse de l'information, il sera conduit à sous-réagir. Au contraire, l'investisseur sera conduit à sur-réagir si la force de l'information est élevée ou si l'information devient pertinente.

Par ces différents apports, la recherche en finance comportementale nous permet de compléter la théorie financière. Cela contribue à expliquer les résultats empiriques obtenus par l'étude des marchés financiers et notamment les phénomènes anormaux. Cette nouvelle branche de la finance remet singulièrement en cause l'hégémonie du paradigme de l'efficience des marchés sur lequel a longtemps reposé la théorie financière au cours du dernier demi-siècle. En outre, l'approche comportementale permet la pluridisciplinarité et apporte nombre d'explications pertinentes issues de domaines autres que la finance.

Section III: La gestion d'actif : Les fondements de l'asset management et le processus d'investissement

1 La mise en place des fonds d'investissement au Vietnam

Le marché boursier Vietnamien a été établi en Juillet 1998. Au début, les participants aux marchés étaient pour la plupart des investisseurs individuels. Jusqu'en Novembre 2001, le nombre total de comptes de transactions boursières souscrits auprès des sociétés de valeurs mobilières était supérieur à 8000, parmi lesquels 40 seulement étaient imputables à des investisseurs institutionnels qui ne détenaient par conséquent que 0.05% du volume du marché.

La quasi-absence d'investisseurs institutionnels explique en grande partie l'émergence difficile de ce marché au cours de la période 2000-2001, la tendance haussière d'août 2000 à mai 2001 ayant débouché sur une chute verticale des cours en quelques semaines.

Les fonds d'investissement déterminent leurs décisions sur la base d'expertises qui permettent d'évaluer les performances des entreprises, ce qui limite la portée des facteurs purement psychologiques ou grégaires.

Au Vietnam, les investisseurs institutionnels sont essentiellement de nationalité vietnamienne. Il s'agit d'établissements qui gèrent une épargne privée en croissance rapide et qui investissent sur les marchés financiers afin de rentabiliser leurs abondantes ressources. Il en résulte un important volume de transactions avec un impact significatif sur les prix des titres.

La création de fonds d'investissement a contribué d'une manière décisive à rééquilibrer l'offre et la demande de fonds prêtables, au sens de Robertson, ainsi qu'à diversifier les actifs.

En effet, avec l'apparition des fonds d'investissement, les certificats d'investissement sont considérés comme des titres à revenus variables, par conséquent assimilables à des actions. Tel est le cas notamment des certificats d'investissement appartenant aux fonds fermés officiellement cotés en bourse. Ces derniers permettent d'augmenter les volumes des produits transactionnels sur les marchés boursiers. Comme nous l'avons souligné, les fonds d'investissement deviennent une nouvelle méthode d'investissement pour les investisseurs. Tandis qu'auparavant, les investisseurs devaient arrêter leurs propres décisions d'investissement à travers des intermédiaires financiers, ils peuvent désormais participer aux marchés boursiers de manière indirecte en achetant des certificats d'investissements émis par les fonds d'investissement. De ce fait, les gestionnaires auxquels ces fonds sont confiés doivent les rentabiliser avec les meilleurs rendements possibles. Cependant, les fonds d'investissement ont chacun des stratégies distinctes et des objectifs spécifiques, avec des aversions au risque parfois sensiblement différentes, ce qui les amène à offrir des produits différenciés. Cela permet aux investisseurs d'avoir plusieurs choix possibles d'investissement, en fonction de leurs capacités financières et de leurs propres aversions de risque.

Ces réalités révèlent le rôle crucial et nécessaire des fonds d'investissement pour un marché émergent comme celui du Vietnam. Ces fonds interviennent demand side, en tant qu'acquéreurs de titres, mais aussi supply side, en tant qu'émetteurs de certificats d'investissement.

Au Vietnam, initialement, la création des fonds d'investissement et des sociétés de gestion a résulté d'initiatives à caractère individuel. En effet, les premiers fonds d'investissement ont été créés sous forme de clubs d'investissement, quand les marchés organisés ou réglementés commençaient à fonctionner. En 2007, du fait de la rareté des titres introduits sur le marché, les cours augmentaient d'une manière tendancielle. Ainsi, les investisseurs pouvaient aisément réaliser des plus-values sur des titres en les acquérant lors d'une séance et en les revendant immédiatement lors de la séance suivante. Suite à cet effet, la plupart des sociétés de valeurs mobilières proposaient aux investisseurs de valider leurs ordres d'achat de titres en prenant un ticket. L'ordre de validation d'achat dépendait des numéros des tickets retirés. Certains investisseurs individuels se regroupaient pour investir. Les participants aux clubs d'investisseurs confiaient souvent cette tâche à certains individus ayant assez d'expérience en matière d'investissement et ayant investi sur les marchés boursiers dès leur création. Ces personnes engageaient souvent directement leurs fonds personnels afin de garantir la réalité des droits de propriété.

Selon la réglementation en vigueur au Vietnam, une société de valeurs mobilières (securities company) peut proposer à ses clients un service de gestion de portefeuille. Aux yeux des investisseurs professionnels, ce service est de même nature que celui proposé par une société gérant des fonds d'investissement. Cependant, la différence fondamentale entre les deux types de services provient des caractéristiques différenciées des sources de capitaux collectés auprès des clients. Tandis que les capitaux confiés aux sociétés de valeurs mobilières appartiennent la plupart du temps à des individus clairement identifiés, ceux confiés aux fonds d'investissements collectifs sont collectés auprès du public par l'émission de certificats d'investissement. Il est donc logique que ces institutions soient assujetties à des régimes juridiques différents. Il faut rappeler que, dans la plupart des pays, les dispositions légales concernent essentiellement les institutions de type OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières) très largement répandues dans la plupart des pays.

Néanmoins, il faut constater que certains fonds privés d'investissement sont établis par des apports de capitaux effectués de manière volontaire par les participants, sans appel public aux épargnants et sans recours véritable à des sociétés de gestion. Ils n'ont pas pour fonction de récolter des capitaux auprès de leurs clients. En théorie, ces institutions ont un statut de fonds d'investissement privés. Néanmoins, ces fonds ne confient la gestion de leurs actifs à aucune société de gestion et effectuent des opérations d'investissement par eux-mêmes. Notre recherche ne concerne pas ces fonds dont les caractéristiques légales, financières et budgétaires diffèrent radicalement des OPCVM.

2 Les gestions d'actifs et leurs implications sur les marchés financiers

Dans la réalité, nous pouvons constater que les gestionnaires d'actifs, également appelés Asset Managers, peuvent adopter des comportements différenciés, en fonction des pressions qui pèsent sur leurs activités et qui peuvent diverger de la simple maximisation des profits sous contrainte de risque.

Dans la pratique, les activités d'Asset Manager couvrent un éventail de métiers et de compétences, allant bien au-delà du seul trader. Au sein d'une société de gestion, cet agent est chargé de gérer des fonds pour le compte de clients (particuliers ou institutionnels), en investissant les capitaux qui lui sont confiés sur les marchés financiers. En réalité, l'Asset Manager place les capitaux collectés auprès de ses clients dans des fonds d'investissement suivant deux modalités différentes :

- Soit des OPCVM (organisme de placement collectif en valeurs mobilières), des SICAV (sociétés d'investissement à capital variable) ou des FCP (fonds communs de placement).

- Soit des investisseurs institutionnels comme des fonds de pension ou les sociétés d'assurance.

Dans son ouvrage consacré à l'efficience des marchés financiers, Phillipe Gillet(2006) a synthétisé le rôle des gestionnaires d'actifs dans le schéma que nous reproduisons ci-après.

Selon cet auteur, les ordres générés par les gestionnaires de fonds d'investissement représentent environ de 35% du volume des ordres négociés en Europe, tous marchés confondus, ce qui explique que les benchmarks qu'ils utilisent exercent une influence déterminante sur le fonctionnement et l'efficience des marchés.

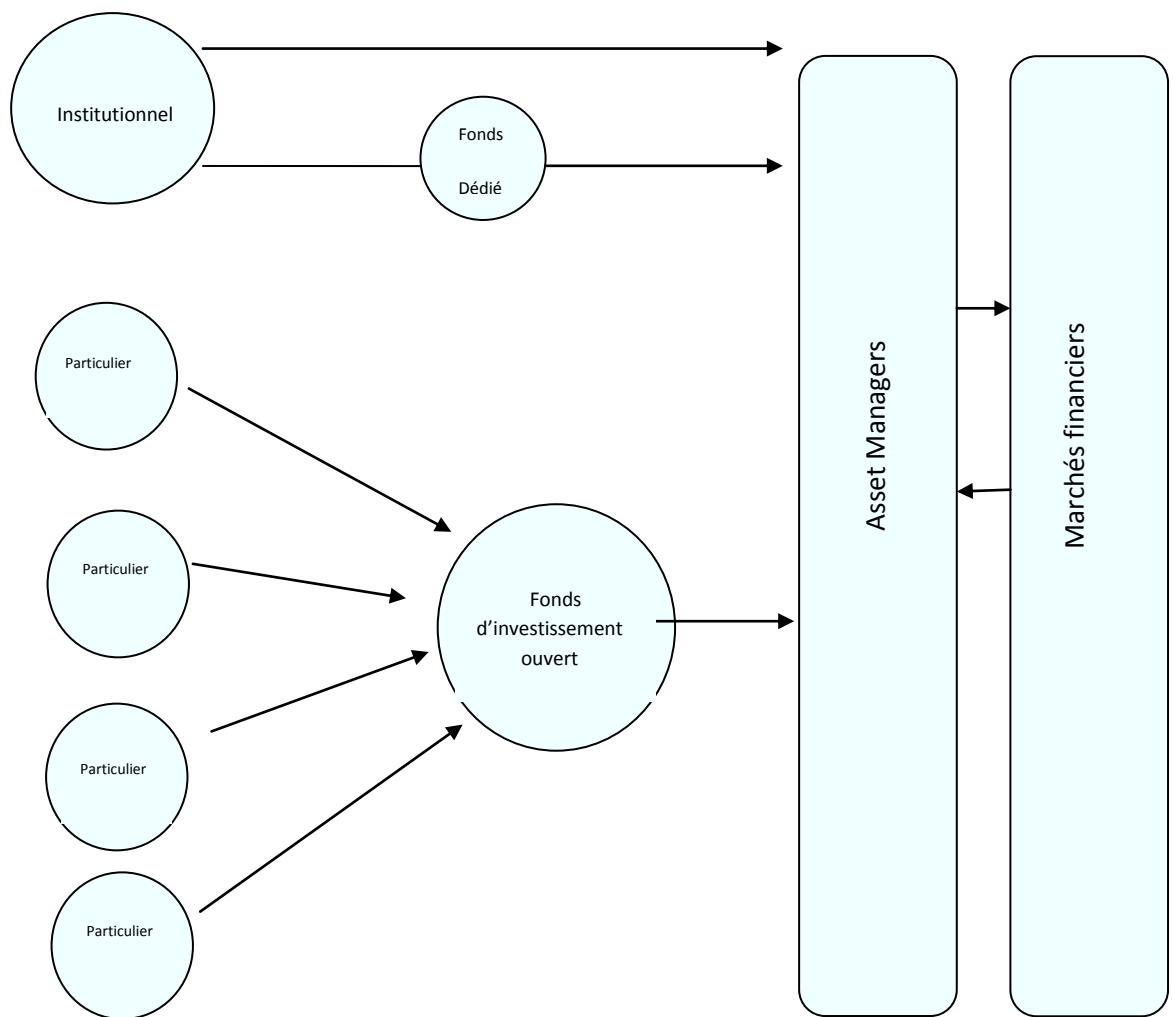


Figure 4 : Les Assets Managers et les marchés financiers

Source - **Gillet Philippe** (2006) –*L’efficience des marchés*. Economica Ed.

3 Le rôle novateur des fonds d’investissement au Vietnam

Comment mesurer l’impact, positif ou négatif, des fonds d’investissement sur le fonctionnement des marchés financiers au Vietnam ?

Pour répondre à la question, il nous faut considérer deux types de fonds d’investissement :

- Les fonds d’investissement dont le capital est uniquement vietnamien, filiales de compagnies d’assurance comme Bao Viet ou de banques commerciales comme Loc Viet.
- Les fonds d’investissement constitués sous forme de joint-ventures, avec une participation importante de capitaux étrangers.

Dès la création des marchés boursiers vietnamiens, en juillet 1998, sept fonds d’investissement étrangers ont collecté 700 millions de dollars américains auprès de leurs

clients. Cependant, certains de ces fonds ont dû rapidement se retirer du Vietnam du fait d'incertitudes majeures sur la crédibilité de la politique économique du gouvernement vietnamien. Néanmoins, en 2007, lorsque l'économie vietnamienne et les conditions des marchés boursiers se sont améliorées, les investisseurs étrangers sont revenus. Selon la Commission des Opérations de Bourse, en 2013 étaient présents 206 fonds d'investissement étrangers. La plupart de ces fonds d'investissement ne prêtent pas de capitaux sur les marchés. Ils achètent généralement des actions d'entreprises au sein desquelles l'actionnaire principal détient plus de 50% du capital. Précisons qu'ils ne sont autorisés à participer aux opérations d'*equitization* des entreprises publiques.

En 2007, Dragon Capital, Vina Capital et Mekong Capital étaient devenus les fonds d'investissement étrangers les plus importants, en détenant un capital de plus de 4 milliards de dollars américains. En outre, mentionnons d'autres fonds étrangers dont les capitaux sont relativement importants, tels que Vietnam Enterprise Investment Limited- VEIL (190 millions USD) et Vietnam Growth Funds Limited - VGF (90 millions de dollars). Parallèlement, d'autres investisseurs étrangers potentiels tels que Morgan Stanley et JP Morgan Chase ont commencé ont effectué des études de marchés sur le Vietnam. La présence d'investisseurs étrangers augmente la confiance des investisseurs domestiques et contribue à la croissance des marchés boursiers Vietnamiens.

Par ailleurs, le premier fonds vietnamien en actions, Vietnam Securities Investment FundVF1, a été mis en place en 2004. Par la suite, la croissance du marché a permis l'apparition

D'autres fonds, tels que Vietcombank 1 et Vietcombank 2 en 2006-2007. A titre d'exemple, Vietcombank 1 avec un capital de 100 millions de dollars, a pu investir dans des sociétés non cotées en bourse et dans plusieurs secteurs tels que les institutions bancaires, le secteur pétrolier et la communication. Il faut noter que des investisseurs de Hong Kong, de Singapour et du Japon participent à hauteur de 33% au capital de Vietcombank 1. Concernant Vietcombank 2, il est envisagé d'ouvrir jusqu'à 49% de son capital à des investisseurs étrangers. En outre, mentionnons la création en 2007 du Vietnam Industry and Energy Fund avec un capital de 47 millions de dollars longtemps considéré comme l'un des fonds d'investissement vietnamien les plus importants, avant sa cessation d'activité en 2013.

Il est difficile d'évaluer les apports réels des fonds étrangers au développement des marchés financiers du Vietnam et, de ce point de vue, les avis divergent. Dans un but prudentiel et afin de limiter les risques de prise de contrôle, les autorités vietnamiennes ont longtemps limité à 30% du capital social des sociétés les prises de participation étrangères.

Cependant, cette limite a été supprimée par un décret du 26 juin 2015, avec application à compter du 1^{er} septembre 2015. Désormais, les capitaux étrangers peuvent détenir 100% du capital social des entreprises vietnamiennes, y compris les entreprises publiques en cours d'*equitization*. Cependant, dans ce dernier cas, les actions bénéficiant d'un droit de vote ne peuvent excéder 49% du capital social de ces entreprises partiellement privatisées.

Cette décision marque le terme d'une évolution profonde et irréversible dans le sens d'une ouverture irréversible au capital étranger considéré désormais comme un protagoniste essentiel du développement.

Les impacts des fonds d'investissement sur les marchés boursiers vietnamiens n'ont pas encore été analysés du fait de pénuries statistiques. Cependant, on peut affirmer que la présence des souscripteurs étrangers sur les marchés financiers est désormais une réalité incontournable.

Section IV: Les sociétés de gestion et les processus d'investissement

Les opérations les plus importantes d'un fonds d'investissement sont les opérations de gestion d'actifs. Un processus d'investissement repose non seulement sur des fondements théoriques mais aussi sur des argumentaires commerciaux. Les prévisionnistes et les analystes financiers utilisent systématiquement des instruments statistiques fondés principalement sur des analyses d'inférence statistique et sur des tests de corrélation...Cependant, ces projections ont été souvent mises en défaut, notamment dans un contexte d'incertitude. Ces instruments ne reflètent pas totalement les dynamiques régissant l'environnement. En fait, les gestionnaires de portefeuille expriment des styles différents de comportement (gestion passive, active, alternative et extra financière, interest rates swaps...). De plus, ces processus obligent les gestionnaires à prendre en considération une série de contraintes réglementaires et opérationnelles.

Au sein d'une société de gestion, le comité d'investissement propose souvent des solutions adéquates pour la collecte des capitaux auprès des épargnants. Néanmoins, à la suite des nombreuses crises économiques, de nombreux intermédiaires financiers ont dû cesser leurs activités dans une situation de faillite et de crise de confiance. Dès lors, la collecte des capitaux devient un enjeu majeur pour plupart des sociétés de gestion, tandis que s'intensifie la concurrence. Dans ce contexte, si les sociétés de gestion éprouvent fréquemment des problèmes de liquidité qui ne leur permettent pas d'exploiter toutes les opportunités identifiées. .

1 La conception de l'offre de placement

Pour chaque société de gestion, la conception de l'offre de placement dépend de ses objectifs en matière de constitution de portefeuilles d'actifs. Dans son ouvrage, «Pratique de l'Asset Management », Soltani (2012) synthétise le processus d'investissement en distinguant trois étapes.

- **L'étape stratégique :**

Cette étape permet aux gestionnaires de portefeuilles d'avoir un point de vue global sur les séquences et les supports des opérations d'investissement.

Citons le cas des sociétés de gestion en France. Une société de gestion doit reposer sur des comités et des analystes pour proposer des projections (économiques, sociales, juridiques, politiques, environnementales). Ces prévisions influencent directement les décisions d'investissement des gestionnaires de portefeuilles. Dans l'organisation d'une société de gestion, le *comité d'investissement* joue un rôle important dans les décisions des gestionnaires de portefeuilles. Au sein de ce comité, les gérants des filières de produits et les responsables de clientèle se réunissent mensuellement pour sélectionner les produits et les marchés. Le comité d'investissement se divise en plusieurs sous-comités tels que le comité de sélection des produits, le comité d'analyse économique et le comité d'allocation des actifs. Les apports de chaque sous-comité permettent au comité d'investissement de cautionner certaines décisions ou au contraire d'y renoncer.

- Le comité de sélection des produits : ce comité regroupe les gestionnaires de portefeuilles, les analystes, les responsables de clientèle, les responsables de conformité et des risques, ainsi que des juristes. Il s'assure de la prise en compte de toutes les contraintes liées à la formulation de propositions devant être rapidement opérationnelles.
- Le *comité d'analyse économique* : ce comité est en charge de collecter, de traiter, d'analyser et de synthétiser toutes les informations et d'étudier les modèles économiques visant à guider les décisions.
- Le *comité d'allocation des actifs* : ce comité comprend le directoire, les responsables de chaque filière de produits (actions, obligations, placements monétaires, matières premières, placements immobiliers et hedge funds), des responsables de clientèle, des responsables de conformité et des risques. Son rôle est de définir le plan stratégique en sélectionnant les valeurs du portefeuille à constituer. En outre, ce comité définit également les plans de risque correspondant aux options retenues par le comité d'investissement.
- **L'étape tactique**

Au cours de cette étape, tous les gestionnaires de chaque portefeuille d'actifs se réunissent une fois par mois. Ils effectuent une étude sur les performances et ainsi que sur les risques des portefeuilles d'actifs d'une manière rigoureuse. A partir de cela, ils peuvent déterminer les scénarios des marchés financiers. Le rôle des gestionnaires de portefeuilles est d'assurer que la politique des risques définie initialement est bien respectée. Le cas échéant, le comité d'allocation assume la responsabilité de procéder à des ajustements d'actifs dans les portefeuilles.

- **L'étape opérationnelle**

Dans une société de gestion, le comité d'investissement propose souvent des solutions adéquates pour la collecte des capitaux auprès des épargnants. Néanmoins, à la suite des nombreuses crises économiques, de nombreux intermédiaires financiers ont dû cesser leurs

activités dans une situation de faillite et de crise de confiance. Dès lors, la collecte des capitaux devient un enjeu majeur pour plupart des sociétés de gestion, tandis que s'intensifie la concurrence. Dans ce contexte, si les sociétés de gestion éprouvent fréquemment des problèmes de liquidité qui ne leur permettent pas d'exploiter toutes les opportunités

Au sein d'une société de gestion, le comité d'investissement accorde aux gestionnaires de portefeuille une certaine latitude afin de sélectionner les valeurs selon les contraintes de temps appropriées. A partir cela, les gestionnaires peuvent saisir les opportunités d'investissement et assurer la gestion active que nous allons maintenant présenter.

2 La sélection des cibles d'investissement

Dans une société de gestion, on s'appuie souvent sur des objectifs définis afin de proposer des cibles d'investissement. Normalement, les cibles d'investissement doivent être concrétisées par le couple rentabilité –risque pour chaque type de produits de placement. Pour déterminer les cibles d'investissement, les investisseurs doivent prendre en compte leurs principales caractéristiques, parmi lesquelles on peut notamment citer les espérances de gain, les capacités financières et les contraintes pesant sur les investisseurs.

A titre d'exemple, sur les marchés boursiers, nous pouvons constater qu'il existe des investisseurs ayant une espérance immédiate de revenus modestes mais avec une rentabilité significative à long terme. Pour ces types d'investisseurs, la société de gestion réalise souvent un ajustement concernant les actifs détenus afin de bâtir un portefeuille composé d'actifs de croissance. Ce choix apportera aux investisseurs une rentabilité élevée à long terme.

En réalité, les sociétés de gestion se réfèrent souvent aux critères d'investissement initiaux suivants :

- Les revenus qui permettent de trouver rapidement les moyens de payer des dividendes.
- La rentabilité et les perspectives de croissance qui amènent les gestionnaires de portefeuilles à rechercher des solutions afin d'augmenter la valeur des capitaux initiaux par l'obtention de plus-values.
- La combinaison de ces deux critères (revenus et rentabilité) représente l'élément décisionnel le plus pertinent.

Néanmoins, les objectifs poursuivis sont souvent incompatibles. Ainsi, dans un but de sécurité et compte tenu de l'aversion au risque, il est souvent judicieux de détenir préférentiellement des obligations d'Etat, dont la rentabilité est néanmoins limitée.

Lors de la sélection des cibles d'investissement, le comité d'investissement se base sur deux processus d'investissement connus : le « Top-down » et le « Bottom-up ».

Dans une approche dite de « top-down », les gestionnaires de portefeuilles doivent en premier lieu choisir le niveau sectoriel ou géographique à travers des analyses macroéconomiques.

Ensuite, ils procèdent ensuite à un choix au niveau d'une branche, niveau auquel ils sélectionnent des titres. Enfin, ils réalisent des choix de titre au sein de la branche. Ces étapes doivent se fonder sur des analyses macroéconomiques, méso-économiques et/ou microéconomiques. De plus, les gestionnaires doivent tenir compte des rentabilités escomptées et de l'aversion aux risques des clients.

Dans une approche dite de « bottom-up », la procédure part d'un point de vue initial microéconomique, ce qui permet aux gestionnaires de sélectionner des titres potentiels, puis d'effectuer ultérieurement des choix à des niveaux sectoriels ou géographiques. Cette démarche peut permettre de confirmer ou d'infirmer les conclusions d'une approche top-down préalable.

Ces deux approches ne sont nullement antinomiques et sont même souvent utilisées de manière complémentaire. Nous recensons les principaux protagonistes d'un processus d'investissement dans le schéma ci-après :

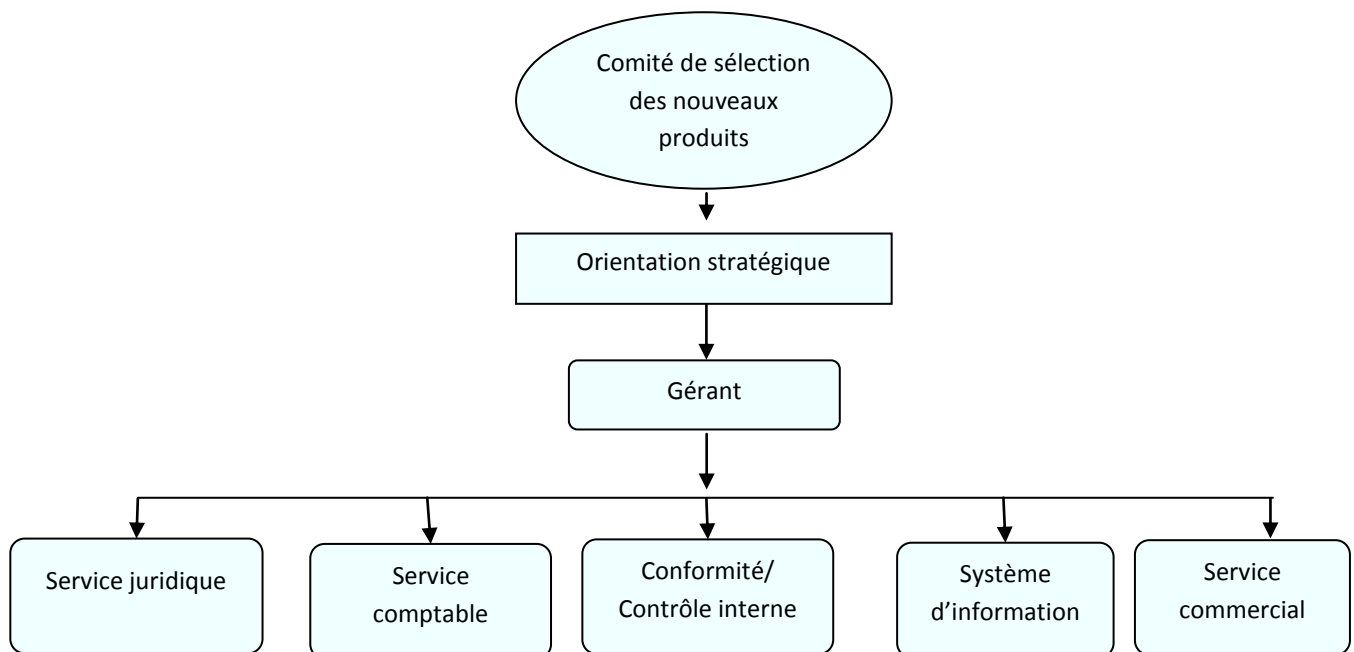


Figure 5 : Les acteurs d'un processus opérationnel d'investissement

Apportons les précisions suivantes :

- Dans une société de gestion, le service juridique est en charge de veiller au choix stratégique des cadres juridiques les mieux adaptés aux véhicules financiers définis par les conventions.
- Une fois le processus d'investissement arrêté, les schémas sont déterminés par le service comptable afin d'identifier et d'évaluer les nouveaux produits.

- Dans les processus d'investissement, la qualité des contreparties, des marchés et le respect des normes réglementaires jouent un rôle très important dans les décisions d'investissement des gestionnaires. Pour avoir des informations pertinentes et parvenir à de bonnes décisions, les sociétés de gestion utilisent souvent un service de conformité et de contrôle interne.
- Enfin, le rôle de service commercial est chargé de définir le profil risque des clients et de rechercher la meilleure adéquation de l'offre de placement.

3 L'étape de l'allocation des actifs

L'allocation des actifs permet de répartir les capitaux en portefeuilles d'investissement. Chaque gestionnaire de portefeuille s'efforce d'atteindre des objectifs spécifiques ou l'ensemble des exigences de rentabilité. L'allocation des actifs s'exerce au cours de chaque période en fonction des analyses et des projections des gestionnaires de portefeuille. Ces travaux concernent les montants qu'ils vont investir dans chaque catégorie d'actifs (actions, obligations, matières premières, placements monétaires, hedge funds). Lors de cette prise de décision, le gestionnaire de portefeuille peut pondérer la valeur du portefeuille par le niveau de rentabilité de chaque actif.

Pour chaque société de gestion, l'allocation des actifs et la conception du portefeuille sont considérées comme des démarches importantes, permettant d'optimiser la rentabilité des placements et de gérer rationnellement les risques. En réalité, chaque placement présente un niveau de risque. Ainsi, la gestion du risque vise à diminuer les risques afférents à chaque placement et à l'ensemble du portefeuille.

Pour effectuer l'allocation des actifs, les gestionnaires de portefeuille ont besoin de collecter et d'évaluer le niveau d'exposition aux risques souhaité par les clients. A partir de cela, ils peuvent établir un profil des clients en fonction de plusieurs paramètres tels que la nature des actifs (monétaires, obligataires, actions), la notation des émetteurs, la liquidité des actifs, la maturité des titres. Il nous faut noter que les gestionnaires de portefeuilles doivent également prendre en considération la contrainte réglementaire de diversification des portefeuilles.

Certains concepts basiques doivent être rappelés :

- La liquidité d'un actif exprime la capacité de cet actif à être vendu ou acheté à un certain niveau de prix immédiatement ou à court terme. Elle est souvent déterminée par le volume des échanges sur les marchés boursiers. En réalité, il s'agit du pourcentage de volume du capital échangé en fonction de l'écart prix offert-prix demandé (bid-ask spread).
- La maturité des titres correspond à l'horizon de remboursement d'une dette, qu'elle soit à court ou à long terme.
- Les grandes sociétés de rating effectuent une notation des émetteurs. Ces sociétés sont des institutions financières bénéficiant d'une grande notoriété au sein de la communauté financière. Citons, à titre d'exemple, Standard & Poor, Fitch, *Moody's*.

La notation aide les investisseurs à avoir un point de vue général sur le niveau de risque d'une société potentielle à laquelle ils s'intéressent.

Actuellement, il n'existe aucune société vietnamienne de notation. Dès lors, les gestionnaires vietnamiens effectuent leurs notations en utilisant les données issues de sociétés de notation étrangères. En outre, les gestionnaires de portefeuille conçoivent également des méthodes d'évaluation propres comme une solution pour déterminer la notation d'une société potentielle. En réalité, la notation joue un rôle crucial dans le cadre de la limite du risque réglementaire fixée en matière de gestion de portefeuille. Il s'agit évidemment d'une question particulièrement sensible qui suscite l'attention de nombreux praticiens, d'autant que les diversifications de portefeuille sont soumises à un cadre réglementaire souvent contraignant.

4 L'étape de la sélection des actifs

La sélection des titres constitue l'étape suivante du processus d'allocation des actifs. Au cours de cette étape, les gestionnaires de portefeuille décident la façon de placer chaque titre de manière précise parmi les différents actifs affectés de taux de pondération définis. A titre d'exemple, pour constituer un portefeuille obligataire, quelles catégories d'obligations peut-on sélectionner ? Des obligations d'Etat ou des obligations de sociétés ?

Pour effectuer un choix de titre d'une manière efficace, le gérant de la société de gestion doit disposer en premier lieu de traders performants et poursuivre sa démarche en s'appuyant sur des analyses qualitatives et quantitatives.

Au cours de l'analyse qualitative, les gestionnaires de portefeuilles rencontrent les traders afin définir leurs critères d'achat de titres. Ensuite, les gestionnaires de portefeuilles doivent effectuer une analyse quantitative afin de sélectionner les titres potentiels dans lesquels investir.

Nous présentons l'analyse quantitative par référence aux trois grandes étapes suivantes :

- En premier lieu, chaque gestionnaire de portefeuille doit passer par une phase d'analyse individuelle de chaque fonds qu'il gère. Au cours de cette phase, le gestionnaire de portefeuille établit un rapport quantitatif détaillé des fonds analysés en s'appuyant sur l'inventaire complet de chaque portefeuille. Ce rapport lui permet d'avoir une image très précise du risque inhérent au portefeuille et de son exposition (pays, secteurs, capitalisations, etc.). Pour rédiger ce rapport, le gestionnaire de portefeuille doit prendre en compte les données de ces paramètres sur plusieurs périodes. Cela l'aide à appréhender de façon dynamique leur évolution.
- Ensuite, le gestionnaire de portefeuille applique un modèle permettant d'optimiser la pondération de chacun des fonds sous-jacents lors de la constitution de portefeuilles, ce qui lui permet d'éviter les placements redondants. Grâce à cette méthode, le gestionnaire de portefeuille établit des portefeuilles diversifiés et équilibrés, dont les placements et les risques sont connus à tout moment.

L'allocation d'actifs et la sélection de titres pour un portefeuille constituent deux décisions successives essentielles dans le processus d'investissement. Elles concernent directement la

conception et les ajustements d'un portefeuille dans le processus d'investissement. En parallèle, les décisions de l'allocation des actifs et celles de la sélection des actifs représentent l'ensemble du processus de la gestion d'actifs. Ces décisions déterminent les éléments qui génèrent le revenu total du portefeuille. La diversification des actifs est censée augmenter la probabilité d'atteindre le niveau de la rentabilité prédéfini.

5 L'étape de la constitution des portefeuilles

La constitution de portefeuille dépend du style d'investissement. En réalité, les sociétés de gestion considèrent le style d'investissement comme moyen de se différencier auprès de leurs clients. Actuellement, certains gestionnaires de portefeuilles sont encore influencés par les hypothèses conventionnelles de l'efficience des marchés. Pour eux, la question de base se pose en ces termes : comment les gestionnaires de portefeuilles peuvent-ils espérer « battre le marché », si le marché est efficient par nature ? Autrement dit, quelles méthodes d'investissement doivent-ils appliquer pour atteindre cet objectif ? Pour répondre à cette question, Soltani (2012) considère que leur adhésion au modèle d'efficience est un des éléments qui détermine la méthode d'investissement sur les marchés financiers. Ce niveau de croyance varie selon le style de gestion retenu. En réalité, quatre grands types de gestion peuvent être identifiés en fonction du niveau d'adhésion au modèle d'efficience lors de la constitution de portefeuille : la gestion passive ; la gestion active ; la gestion alternative ; la gestion extra-financière. Ces différents modes de gestion permettent aux gestionnaires de portefeuille d'établir des profils de fonds d'investissement en fonction des stratégies et des techniques. Ces profils répondent à un éventail d'objectifs définis par rapport à l'appétence pour la prise de risque.

5.1 La gestion passive

Les gérants de portefeuilles peuvent constituer le portefeuille à partir uniquement de la valeur d'un indice donné. Au lieu de prendre du temps et d'autres sources pour battre le marché, les investisseurs ou gérants de portefeuilles supposent qu'ils peuvent compenser des risques souhaités en sélectionnant des titres ayant des risques prédéfinis pour constituer un portefeuille. Ce style de gestion peut leur assurer un faible écart par rapport à l'objectif de bénéfice, en l'occurrence un ou deux pourcent tout au plus.

5.2 La gestion active

A l'inverse de la gestion passive, les gestionnaires de portefeuilles ayant un style de gestion actif supposent que les marchés financiers ne sont pas toujours efficaces. De plus, ils ont confiance dans leur capacité à battre le marché. A partir de ces raisonnements, ils peuvent effectuer des choix d'investissement de manière dynamique. Autrement dit, les gestionnaires composent leurs portefeuilles à travers des valeurs qui s'éloignent de celles d'un indice donné. Dans une société de gestion, le choix d'investissement s'exerce sur deux niveaux : l'analyse des titres potentiels et la sélection des titres pour constituer un portefeuille.

L'analyse des titres potentiels est effectuée principalement en fonction de chaque secteur ou de chaque société spécifique. Pour les choix de titres, ils prennent en considération les rapports de plusieurs analystes. Ces rapports contiennent des informations concernant les projections, notamment sur l'évolution tendancielle d'un secteur, sur l'évolution potentielle d'une société et sur les conditions du marché. Dans ces rapports, les analystes appliquent des critères à la fois quantitatifs et qualitatifs afin de traiter les informations. Ainsi, les gestionnaires peuvent identifier des valeurs qu'ils jugent sous-estimées à un moment donné ou dont le potentiel n'est pas suffisamment valorisé. Selon Soltani, les ratios quantitatifs ci-après sont souvent utilisés pour aider à sélectionner les titres :

- Multiples de capitalisation (Price earnings ratio P/E)
- Ratio cours/chiffres d'affaires (Price/sales ratio)
- Ratio capitalisation/chiffres d'affaires
- Ratio bénéfice net/chiffres d'affaires
- Rentabilité des fonds propres de l'entreprise et du secteur
- Rendement des dividendes
- Capitalisation boursière par rapport à l'actif net (Price to book ratio)

De plus, les gestionnaires de portefeuilles complètent leurs raisonnements par les critères qualitatifs ci-dessous :

- Appréciation de la qualité du management ;
- Secteur d'activité porteur ;
- Position concurrentielle et compétitivité.
- Situation capitalistique ;
- Changements de management, de stratégie, de contexte sectoriel et économique.

Suite à cette étape, les gestionnaires de portefeuilles prennent les décisions d'allocation des actifs afin d'obtenir une rentabilité maximale pour un placement ayant une exposition minimale au risque. De plus, ils utilisent les recommandations des analystes en vue de sélectionner concrètement les titres pour chacun des types d'actifs alloués. Outre ces supports d'investissement, le choix du temps d'intervention joue également un rôle important pour la performance de portefeuille.

5.3 La gestion alternative

Dans ce style de gestion, les gestionnaires de portefeuilles reconnaissent l'inefficience des marchés financiers ou du moins leur faible efficience. Ainsi, ils achètent et vendent des actifs

non corrélés à l'évolution des marchés afin d'atteindre une performance maximale. Les participants à ces marchés considérés comme inefficients sont les « hedge funds ». Leurs placements sont souvent attachés à des événements extrêmes ou à des pratiques opaques. En réalité, nous pouvons constater que les « hedge funds » peuvent fonctionner efficacement pendant les périodes de crise. Cependant, les fonds de gestion collective ne retiennent pas ce style de gestion.

A l'inverse de la gestion passive, les « hedge funds » pensent battre le marché. Ils utilisent les techniques appropriées pour constituer des portefeuilles à partir d'un large éventail d'actifs différenciés. Certaines techniques leur permettent de garantir leurs placements en capital.

En 1949, Alfred Winslow Jones devait créer le premier « hedge fund ». Le principe initial de ce fonds était la couverture des risques et la limitation des fluctuations des prix d'actifs au sein des marchés financiers. Partant de ce principe, Winslow Jones achetait des actifs avant la tendance haussière et les revendait simultanément à découvert avant la tendance baissière. Cette pratique permet de limiter les implications des fluctuations au sein de marchés financiers. En effet, si la tendance de marché est haussière, la perte de la vente à découvert sera compensée par le gain des actifs achetés et vice versa sous l'effet de la couverture ou hedging.

Par la suite, la pratique du hedging devait se généraliser sur les marchés financiers.

A l'heure actuelle, les « hedge funds » utilisent des stratégies et des méthodes différentes afin d'obtenir des profits. Ils effectuent des placements comportant des risques plus élevés que ceux des marchés et la couverture des risques ne correspond pas à leurs activités principales. A titre d'exemple, l'effondrement de la société de gestion Long Term Capital Management dirigée par Myron Scholes et Robert Merton, est considéré comme une expérience malheureuse de la gestion alternative. Cet effondrement a été en partie à l'origine de la crise systémique de 1998.

Les « hedge funds » offrent plus de choix d'investissement que les OPCVM. Ils demeurent cependant confrontés à des risques imprévisibles dans un contexte mondialisé instable.

5.4 La gestion extra- financière

Dans ce style de gestion, les gestionnaires de portefeuilles construisent les portefeuilles en se basant sur des critères environnementaux, sociaux et gouvernementaux, en sus des critères financiers. A partir de ces critères, certaines agences de notation indépendantes proposent un ensemble d'indicateurs environnementaux, sociétaux et gouvernementaux. Ces indicateurs aident les gestionnaires de portefeuilles à acquérir un point de vue sur l'image de l'entreprise dans laquelle ils souhaitent investir. Quant à ce style de gestion, les modèles de marchés efficients ou inefficients sont justement considérés comme les références complémentaires pour les gestionnaires de portefeuilles. En réalité, ils sélectionnent des valeurs qui permettent une meilleure combinaison risque/ rendement et responsabilité sociétale. Dans la gestion extra

financière, le couple rentabilité-risque est compris comme un critère supplétif et ne joue plus le rôle central, comme dans les autres types de gestion examinés précédemment.

La gestion extra-financière trouve son origine dans les mouvements philanthropiques des Quakers, au début de XVIII^{ème} siècle. Ce style de gestion est influencé par les restrictions morales aux investissements qu'imposent les communautés religieuses des Etats- Unis. Par conséquent, les gestionnaires de portefeuilles tendent à ne pas investir dans les sociétés d'armement, d'alcool, de tabac, de jeu ou de pornographie. En France, le premier fonds commun de placement de partage Faim et Développement a été créé en 1983 par le Comité Catholique contre la Faim et pour le Développement (CCFD). L'objectif de ce fonds est de réserver une partie des revenus de l'OPCVM à la création de nouvelles sociétés et de soutenir les projets dans les pays en développement. Dans le même temps, *Sœur Nicole Reille* fut une des premières personnes qui initia le mouvement d'investissement socialement responsable. Elle considérait la place de l'homme dans la vie de société comme le sujet central dans les choix d'investissement. Par ailleurs, pour augmenter les retraites des religieux des congrégations, le comité d'éthique Hymnos a proposé un ensemble de critères relatifs à la qualité d'investissement. A partir de cela, les choix d'investissement reposent non seulement sur les critères classiques rentabilité – risque mais s'appuient aussi sur des critères éthiques au sein des processus d'évaluation des entreprises. Ces critères éthiques sont pris en considération par les agences de notation indépendantes.

Outre les investisseurs confessionnels, d'autres acteurs s'engagent dans ce domaine en élargissant le champ aux préoccupations environnementales. Il nous faut noter que les ressources naturelles sont de plus en plus exploitées pour servir à la croissance de l'économie. Cependant, certaines crises pétrolières nous révèlent les points faibles du modèle économique actuel. Ces points faibles résultent de la dépendance de l'économie à l'égard des ressources naturelles. Par conséquent, les nouveaux modèles de croissance économique conduisent à prendre en considération avec gravité les aspects environnementaux, sociétaux et gouvernementaux. Il apparaît désormais que le développement durable joue un rôle important dans la croissance économique. Face à ces problématiques, les gestionnaires de portefeuilles doivent définir des méthodes d'investissement adéquates pour composer leurs portefeuilles.

Pour une gestion de ce type, les gestionnaires de portefeuilles se réfèrent souvent à quatre méthodes pour composer leurs portefeuilles :

- *La gestion basée sur l'exclusion* : Dans cette approche, certains secteurs sont exclus pour des raisons morales, tels que les fabrications d'armement, la pornographie et les productions d'alcool et de tabac.
- *La gestion « best in class »* : Dans cette approche, les gestionnaires de portefeuilles sélectionnent les entreprises en fonction de la qualité de leur gouvernance et de leurs pratiques sociétales et environnementales. Les portefeuilles sont composés suivant des critères extérieurs à la finance.
- *L'approche thématique* : Dans cette approche, les gestionnaires de portefeuilles investissent dans des entreprises œuvrant dans des secteurs déterminés ou favorisant certaines pratiques en matière de développement durable, de gestion des ressources

naturelles ou de la santé. L'application d'un filtre ESG en vue de déterminer les investissements socialement responsables est un critère fréquemment utilisé.

- *L'approche dynamique* : Dans cette approche, les gestionnaires de portefeuilles prennent en considération le critère de la « responsabilité sociétale des entreprises » (corporate social responsibility), en l'occurrence la qualité des relations de l'entreprise avec ses salariés, ses actionnaires, ses créanciers et ses clients.

Les éléments externes à la finance apparaissent au fil du temps avec une influence et une prégnance croissantes dans les prises de décision en matière d'investissement. Cette réalité légitime de nouvelles approches heuristiques.

6 Les processus d'investissement et les contraintes de la gestion de portefeuille

Au cours d'un processus d'investissement, les gestionnaires de portefeuilles se trouvent confrontés, d'une part aux contraintes de temps et, d'autre part, aux contraintes de choix. De plus, ils doivent prendre en considération des contraintes réglementaires imposées par les autorités des marchés financiers, ainsi que par leurs clients. Ces contraintes limitent la latitude de leurs choix.

Comme nous l'avons souligné, le métier de gérant de portefeuille ne s'exerce plus seul. Ainsi, les décisions du gérant de portefeuille doivent reposer sur l'ensemble des avis des collaborateurs au sein d'un comité d'investissement. L'objectif de cette procédure est d'assurer le contrôle des risques et de rationaliser le processus de choix des titres. Au cours cette procédure, divers comités préconisent ou imposent leurs choix successifs à l'intérieur de ce processus. Cela limite la liberté d'action du gérant de portefeuille dans la sélection de titres.

Sous l'influence des personnes impliquées dans le processus d'investissement, les gestionnaires de portefeuilles peuvent rater temporellement des opportunités d'investissement apparues sur les marchés financiers. En effet, ils doivent prendre du temps pour tenir compte des informations et des avis des collaborateurs afin de constituer leurs portefeuilles. Cependant, avec le développement des nouvelles technologies de l'information et de la communication, les informations concernant un titre peuvent être diffusées très rapidement sur le marché. Il existe donc un décalage temporel souvent très bref entre le moment de l'apparition d'une nouvelle information concernant un titre et celui de la prise en compte de cette information pour la constitution des portefeuilles.

A côté de l'aspect temporel, un biais supplémentaire peut apparaître dans la sélection de titres, lorsque les gestionnaires de portefeuilles appliquent un processus d'investissement formel (Top-down ou Bottom-Up).

Afin d'illustrer cette contrainte, nous prenons un exemple de sélection des titres selon le processus d'investissement Top –down. Dans ce processus, les gestionnaires de portefeuilles

choisissent le titre potentiel selon l'ordre : Région – Secteur – Entreprise. Imaginons une entreprise I appartenant au secteur A en Europe et une entreprise II appartenant au secteur B aux Etats Unis. Pendant le processus d'investissement, les gestionnaires de portefeuilles constatent que la tendance économique de l'Europe présente une meilleure perspective que celle des Etats-Unis. De plus, ils pensent que le choix du secteur A est préférable à celui du secteur B. Dans ce cas, il est logique que l'entreprise I soit surpondérée, dans le choix des gestionnaires de portefeuilles par rapport à l'entreprise II. Cependant, nous observons souvent un raisonnement suivant lequel les gestionnaires de portefeuilles considèrent l'entreprise II comme une meilleure opportunité que l'entreprise I. Ce raisonnement est utilisé lorsqu'ils remettent en cause et cautionnent la logique du processus d'investissement formel. Nous constatons que le résultat final de ce raisonnement peut être l'inverse de celui qui aurait été le choix a priori des gestionnaires de portefeuilles.

Outre les contraintes temporelles, les gestionnaires de portefeuilles doivent faire face à des limitations d'ordre réglementaire ou contractuel. En matière de gestion obligataire, ils rencontrent plusieurs difficultés pour des obligations ayant une note minimale. Dans le cadre réglementaire, les gestionnaires de portefeuilles doivent respecter strictement les conventions et des normes posées par leurs clients et par les autorités de marchés financiers. Ainsi, lorsque les agences de notation dégradent la note d'une entreprise, les gestionnaires doivent logiquement exclure ces titres de leurs perspectives d'investissement. En plus, si des obligations dégradées sont présentes dans le portefeuille, les gestionnaires doivent les céder sans délai. Cela conduit à une chute des prix de ces obligations. Cette chute est directement liée à la dégradation de la note. Dans certains cas, la mise en vente de tous ces titres est interdite du fait des contraintes réglementaires.

Sur le marché des actions, les sous-évaluations ou, a contrario, les surévaluations de titres résultent de diverses contraintes spécifiques et contractuelles. En réalité, les gestionnaires de portefeuilles doivent intégrer de plus en plus les exigences éthiques exprimées par leurs clients institutionnels dans leur méthode de gestion d'actifs. Parfois, les clients demandent à leurs mandats d'accepter à la fois une exigence en termes éthiques et une exigence en termes de diversification sectorielle. Dans certains secteurs et pour un univers d'investissement donné, les gestionnaires de portefeuilles peuvent trouver une seule entreprise qui satisfasse aux différentes contraintes. Dans ce cas, ils sont limités dans leur liberté de choix d'investissement. Ces contraintes pressurent les gestionnaires et dans ce contexte, ils n'ont plus de choix, même si les valeurs de toutes les firmes sont équivalentes. Cela augmente la pression à la hausse du prix du titre de cette seule entreprise.

En revanche, il nous faut prendre en compte les contraintes concernant la méthode de traitement des données pendant le processus d'investissement. Les analystes et les personnes impliquées dans les sociétés de gestion utilisent souvent des données du passé pour proposer des projections et des scénarios de l'entreprise potentielle. Le gérant doit alors attendre certaines informations avant de formuler des prévisions sur les réactions de l'ensemble des valeurs du secteur concerné au sein des marchés. Cependant, ces prévisions sont souvent mises en défaut, notamment dans un contexte d'incertitude. Ainsi, cette méthode de traitement

des données ne correspond pas à une stratégie d'investissement à moyen et à long terme, bien qu'elle puisse sembler adaptée au court terme. Ces constats attestent la nécessité de concevoir de nouvelles méthodes d'analyse des processus d'investissement.

7 Les aspects comportementaux de la gestion de portefeuille

Dans un processus d'investissement, par référence aux activités d'Asset Management, la rotation des portefeuilles joue un rôle important car elle est considérée comme un indicateur quasi- unique de réussite attestant la performance obtenue.

Dans le cadre de cette activité, Philippe Gilet (2006) estime qu' « il est plus simple d'avoir tort avec les autres que d'avoir raison tout seul », ce qui suppose que les gestionnaires se réfèrent généralement aux performances médianes et s'efforcent de limiter les risques en axant leurs choix sur les performances moyennes. En fait, le comportement des individus, notamment des gestionnaires de portefeuilles, est influencé par ces phénomènes de grégarité. En parallèle, ce comportement peut favoriser l'émergence de bulles. Ce phénomène moutonnier d'imitation a des impacts au double plan interne et externe d'une société de gestion.

Au plan externe, les gestionnaires ont tendance à imiter la composition des portefeuilles de leurs concurrents directs. Certains auteurs, notamment Grinblatt, Titman et Wernes (1997) ont étudié le mimétisme externe des gestionnaires de portefeuille. Dans cette étude, ces auteurs ont analysé l'évolution trimestrielle des portefeuilles de 155 fonds américains au cours de la période 1975-1984. Ces fonds ont des politiques d'investissement similaires tout en appartenant à des sociétés de gestion concurrentes. Le résultat de cette étude a relevé que les transactions des gérants de fonds ont lieu au même moment et concernent majoritairement les mêmes titres. A partir de cela, nous pouvons conforter l'idée selon laquelle le comportement des gestionnaires affecte l'efficacité des marchés financiers.

Au sein des sociétés de gestion, nous observons également l'existence de ce phénomène. En réalité, il consiste à suivre les conseils délivrés par les analystes et les avis des différents comités d'investissement et à éviter toute initiative personnelle intempestive.

Gillet (2006) résume les différents éléments susceptibles d'influencer les décisions d'investissement par un schéma que nous reproduisons ci-dessous.

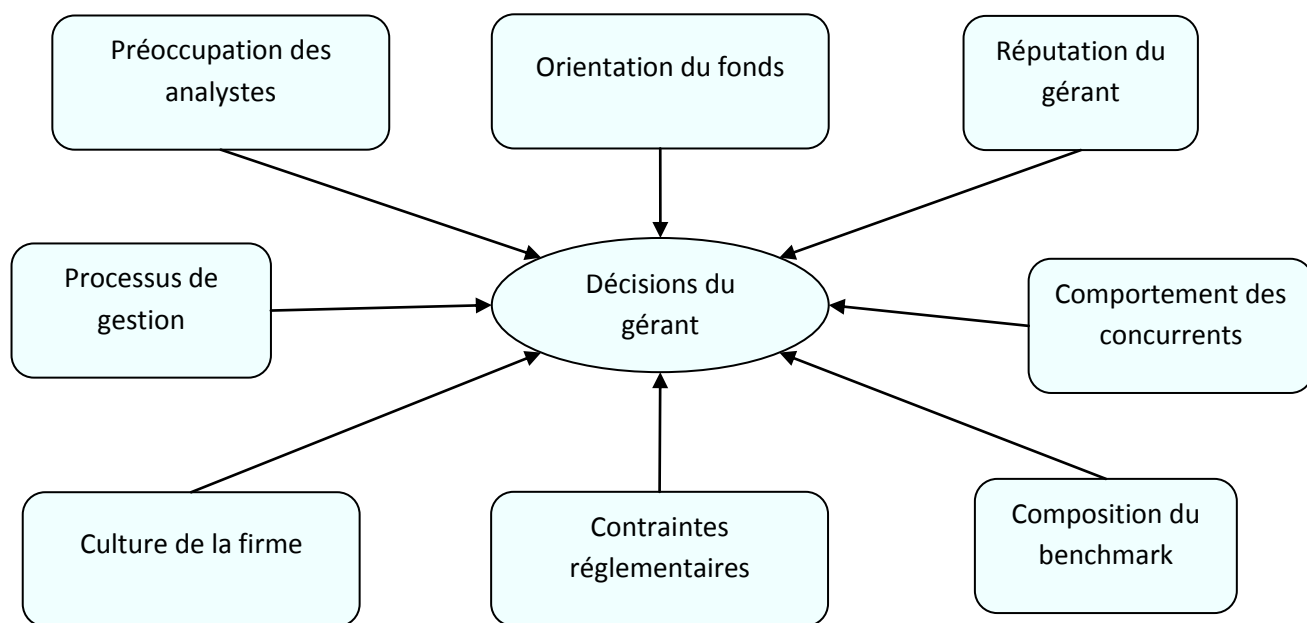


Figure 6: Résumé des différentes contraintes des gestionnaires de portefeuille

Ainsi se trouve confirmée l'utilité d'un nouvel instrument d'analyse afin d'identifier les phénomènes moutonniers et les comportements d'imitation sur les marchés financiers. De plus, ces contraintes nous incitent également à proposer un système de renseignement au service des investisseurs afin de limiter les effets souvent déstabilisants de ces comportements grégaires.

Section V: Conclusion

Ce chapitre constitue une approche générale des fonctions, de la structuration et des logiques des marchés financiers, en centrant les raisonnements sur les investisseurs, notamment les investisseurs institutionnels. A cet égard, de nombreux auteurs ont proposé des modèles d'évaluation des actifs financiers inspirés de la théorie de l'efficacité des marchés., modèles privilégiant les analyses d'inférence statistique, les tests et les corrélations.

Toutefois, les turbulences et les crises financières récentes ont montré, d'une manière singulière, les limites de ces concepts face à des chocs difficilement prévisibles, malgré des tentatives de rationalisation a posteriori. Ces modèles sont inaptes à prendre en compte les comportements réels des acteurs des marchés financiers du fait du caractère excessivement réducteur des hypothèses sur lesquelles ils reposent. Ils ne peuvent en effet intégrer des événements considérés comme anormaux et des comportements en apparence irrationnels.

Pour remédier à ces limites de la théorie de l'efficacité des marchés, la finance comportementale apparaît comme une nouvelle approche permettant aux investisseurs de compléter leurs connaissances sur le fonctionnement des marchés et les méthodes d'évaluation des actifs en situation d'incertitude. De plus, elle aide les investisseurs à interpréter des comportements par certains aspects anormaux mais néanmoins réels, en intégrant des agents

aux caractéristiques hétérogènes et avec une rationalité imparfaite. On ne peut plus en effet ignorer les relations de causalité et de conséquence entre des phénomènes anormaux au cours des différentes étapes de la collecte, du traitement et de la synthèse des informations dans le processus d'investissement. En réalité, ces étapes semblent correspondre au cycle du renseignement, une approche caractéristique de l'intelligence économique développée en sciences de l'information et de la communication. Cela nous permet d'établir un lien heuristique entre l'intelligence économique et la finance.

En outre, ce chapitre vise à analyser et à mieux comprendre la dynamique de la prise de décision des investisseurs institutionnels, notamment des sociétés de gestion de fonds. D'une part, il précise les enjeux auxquels sont confrontés les fonds d'investissement et la réalité de leurs implications sur les marchés financiers dans le contexte vietnamien. D'autre part, il présente brièvement les processus d'investissement des sociétés de gestion de fonds mis en pratique dans le monde actuel. Enfin, ce chapitre explore les contraintes et l'environnement auxquels les gestionnaires de portefeuilles sont confrontés, afin de les aider à établir un cadre méthodologique permettant d'introduire les paradigmes de l'intelligence économique dans les processus d'investissement des sociétés de gestion de fonds.

Chapitre II: Intelligence économique et intelligence financière : les nouvelles méthodes heuristiques

Dans le monde actuel, les informations sont de plus en plus exposées aux changements induits par les nouvelles technologies et la dynamique de l'environnement économique. Leurs retombées influencent non seulement le fonctionnement et la structure des marchés financiers mais aussi les capacités de prise de décision des investisseurs. Désormais, les investisseurs doivent rapidement faire preuve de capacités de réaction afin d'anticiper et de s'adapter aux mutations incessantes de l'environnement, notamment de l'environnement financier, afin d'adopter les meilleures positions sur les marchés.

Dans ce contexte, le paradigme de l'intelligence économique renouvelle l'approche heuristique des marchés financiers, en apportant d'indispensables compléments analytiques à la problématique des prises de décision. Au fil du temps, l'intelligence financière tend à acquérir son autonomie par la promotion de champs thématiques novateurs.

Section I: Investissement et information financière : problématique générale

Le premier but premier de cette section est de présenter un panorama général de l'information dans le monde actuel. Le deuxième objectif est de démontrer l'absolue nécessité pour les investisseurs de disposer d'informations pertinentes dans un contexte socio-économique et financier en mutation permanente.

Nous présentons le concept général d'information, ainsi que le concept plus spécifique d'information financière, dans un contexte d'« explosion de l'information », sous les effets

d'une irréversible mondialisation. Cette situation requiert un renouvellement des typologies des systèmes et des besoins d'information exprimés par les investisseurs.

1 Densification et explosion des flux d'information dans le monde contemporain

Dans un sens étymologique, l'information est ce qui donne une forme à l'esprit. Elle vient du verbe latin *informare*, qui signifie « donner forme à » ou « se former une idée de »

.En outre, le dictionnaire Petit Robert définit l'information selon trois significations différentes.

« Une information est soit un renseignement, soit une enquête ou plus généralement, un élément ou un système pouvant être transmis par un signal ou une combinaison de signaux. En réalité, l'information exprime une connaissance inscrite ou enregistrée, sous forme écrite ; imprimée ou numérisée ; orale ou audiovisuelle ».

Fondamentalement, l'information contient la notion de sens. Lors de l'échange d'informations, les utilisateurs de l'information doivent s'appuyer sur un système de signe (le langage) pour détecter la signification de l'information transmise par un message. Il nous faut rappeler que le signe est un élément du langage qui associe un sens à un signifié ou à un signifiant : signe alphabétique, mot, signe de ponctuation. En réalité, ce message peut être diffusé par un support spatial et temporel imprimé, ou par un signal électrique, une onde sonore, etc...

L'information est utilisée dans les multiples domaines de la vie quotidienne. Selon Freud, l'information permet d'abord à l'utilisateur de satisfaire un simple plaisir de connaître ou d'être informé sur les événements politiques, sur les progrès de la science et de la technologie. Dans les domaines de la recherche, l'information aide les chercheurs non seulement à connaître les derniers objets et résultats de la recherche, mais aussi à suivre les progrès de la connaissance scientifique. En réalité, le but de l'information réside dans l'appréhension de sens. Autrement dit, la préoccupation de l'information réside dans la pertinence de phénomènes tels que la connaissance, la transmission des supports et des structures. L'exemple le plus banal est le renseignement, les nouvelles données par un journal, par la radio ou la télévision.

Selon l'unanimité des experts, le monde aurait créé plus d'informations au cours des deux dernières années que pendant toute son histoire. Il s'agit là d'un apport décisif du progrès technique au progrès social. Cet avantage provient essentiellement de la puissance créatrice des langages et du raisonnement logique. Ainsi, on perçoit clairement l'importance de la communication verbale et écrite de l'information.

.Les innombrables opérations de multiplication et de mémorisation sont considérées comme les origines de l'explosion de l'information. La croissance de la littérature scientifique, par les revues primaires ou secondaires, et l'essor des banques de données sont les exemples les plus significatifs de l'explosion de l'information.

De plus, ces tendances sont renforcées par l'avènement de l'électronique, qui assure le passage de supports matériels à des supports immatériels, et celui de l'informatique, puis par le développement de la communication des informations à distance. Démultiplication, amplification et mémorisation de masses d'informations sont les trois étapes importantes dans le processus du traitement de l'information.

Néanmoins, ces mutations profondes détériorent fréquemment la qualité des informations perçues. Ainsi, il nous faut parfois douter de la convivialité de la nouvelle société de l'information.

En réalité, le progrès technique et social est en lui-même générateur de flux d'information. Cela s'exprime à travers de la circulation d'importantes quantités d'information par unité de temps, ce que l'on peut exprimer par l'expression générique $Q = i/t$

Avec l'explosion de l'internet et le développement des technologies de l'information et de la communication, n'importe qui peut devenir fournisseur d'information. De ce fait, l'environnement informationnel tend à être plus diversifié et plus riche. Cette tendance permet des connexions permanentes par delà les frontières nationales, ce dont résulte une internationalisation des marchés de l'information. Cependant, dans ce contexte, les utilisateurs sont confrontés aux difficultés de maîtriser les informations concernant des problèmes économiques, juridiques ou politiques complexes. Ces difficultés proviennent d'une information dont la qualité n'est pas fiable. De plus, les utilisateurs ne peuvent pas recevoir les informations au moment opportun lorsqu'ils doivent prendre leurs décisions. Cela leur permet de comprendre l'intérêt grandissant du just in time knowledge ou temps réel de la connaissance et de sa pratique, en l'occurrence la veille informative.

2 Typologies des sources d'information

Sur les marchés financiers, les investisseurs reçoivent souvent une quantité massive d'information avant de prendre leurs décisions d'investissement. Dans ce contexte, ils doivent avoir la capacité de traiter des informations de manière efficace afin réagir très opportunément au changement de l'environnement. Pour ce faire, les investisseurs doivent déterminer les typologies des informations obtenues pendant le processus d'investissement.

Il est possible de proposer la typologie suivante des sources d'information

En premier lieu, les investisseurs peuvent classer les informations selon leurs demandes. En réalité, ils expriment leur besoin en informations au veilleur, qui est en charge de leur fournir l'information pertinente nécessaire. Ces informations dépendent de la nature de la demande des investisseurs et de la nature du problème décisionnel à résoudre (organisationnel, humain, technologique, commercial, financier...). Dans ce type d'information, les investisseurs doivent prendre en considération les informations relatives aux perspectives opérationnelles et stratégiques des entreprises ciblées. En réalité, ces informations permettent aux investisseurs d'apprécier la profitabilité éventuelle et les performances futures de leurs placements. De

plus, les informations relatives aux résultats de la période en cours et des périodes à venir et celles relatives aux risques et engagements assumés par l'entreprise sont de nature à attirer l'attention des investisseurs

En deuxième lieu, les investisseurs peuvent parfois examiner des informations en fonction des canaux de transmission utilisés. Selon cette perspective, B. Martinet et J.M. Ribaut(1988) distinguent deux catégories d'information :

- L'information dite formelle contenant des données transmises sur un support et sous forme de papier ou électronique.
- L'information dite informelle correspond aux autres données (rumeurs, relations, réseaux, conseils, « tuyaux », « téléphone arabe »).

En troisième lieu, les investisseurs, notamment les sociétés de gestion, prennent en considération les informations en fonction des champs décisionnels des différents protagonistes : décisions opérationnelles pour les exécutants, décisions tactiques pour les cadres moyens, décisions stratégiques aux niveaux des états-majors et des directions générales. Dans cette perspective, Chedia Dhaoui (2008) définit les trois types d'informations suivantes :

- *L'information opérationnelle* est une information ciblée et précise. Ce type d'information concerne ceux qui travaillent dans la recherche et la production, par exemple une information sur une norme ou un brevet. Dans le cas d'une société de gestion, cette norme correspond aux champs d'intervention du gestionnaire des fonds d'investissement.
- *L'information tactique* est une information moins précise que l'information opérationnelle. Cette information comporte un intérêt pour ceux qui gèrent les projets de développement au sein de l'entreprise. Dans le cas de la société de gestion, les gérants du fonds d'investissement peuvent utiliser cette information pour déterminer les éventuels scénarii sur les marchés financiers. De plus, cette information leur permet également d'assurer les normes de la politique de risques définie initialement sont bien respectées.
- *L'information stratégique* permet au décideur de connaître, de décrypter et de comprendre l'environnement de l'entreprise, ainsi que la capacité de cette dernière à faire face aux menaces et dangers en provenance de l'extérieur. De plus, le décideur peut utiliser également cette information pour déceler des opportunités d'affaires, les entretenir et les développer éventuellement.

En quatrième lieu, les investisseurs doivent tenir compte de l'origine de cette information. Pour ce faire, il convient de se référer aux différents canaux de transmission, tels que l'information blanche, l'information grise et l'information noire.

- *L'information blanche* est publiée sur les canaux classiques (édition, presse...). Cette information couvrirait environ 80% de l'information mondiale.
- *L'information grise* est diffusée par des canaux confidentiels ou d'un accès restreint mais pas réellement secrets. Nous pouvons la trouver dans des publications

scientifiques, des travaux universitaires, des revues spécialisées... Environ 15% de l'information mondiale correspondrait à ce type d'information.

- *L'information noire* est celle qui est protégée par des secrets. Nous ne pouvons pas la consulter sans violer des interdits et encourir la qualification d'espionnage. Ce type d'information concernerait seulement 5% de l'information mondiale.

En cinquième lieu, les investisseurs peuvent classer l'information selon les sources, en fonction de sa localisation, interne ou externe à l'entreprise ou en réseau. En outre, les investisseurs peuvent classer la source d'information selon le type de support matériel, textuel, électronique ou informel.

- Les informations de type textuel ou formelles peuvent être enregistrées sous forme de textes gérables par ordinateurs. On peut y inclure les sources audio, télévisuelles ou multimédia. En général, les investisseurs les trouvent facilement à travers des bases de données internes ou externes, etc.
- Les informations de nature informelle sont celles que les investisseurs doivent aller chercher à l'extérieur de l'entreprise ciblée par une attitude active. Ces informations proviennent souvent des visites de clients, des rapports sur les concurrents, des réunions avec les fournisseurs de matériels ou de matières premières.

En outre, François Jakobiak (1998) a suggéré une distinction entre les sources générales et les sources spécifiques. Par référence aux sources générales, les investisseurs peuvent trouver les informations nécessaires à travers des périodiques, des ouvrages, des encyclopédies, des thèses, des brevets et des bases de données.... Les sources spécifiques découlent des rapports officiels, des normes réglementaires, des colloques, des expositions, des foires... Il existe également d'autres sources spécifiques afférentes aux activités sociétales de l'entreprise, aux relations avec les organisations syndicales, avec les clients et les fournisseurs, avec les administrations et les pouvoirs publics...

En sixième lieu, les investisseurs peuvent se référer à la qualité de l'information, soit l'information primaire ou brute, soit l'information secondaire ou celle résultant de l'expertise.

- Les informations primaires ou brutes sont celles qui ne sont pas traitées ou élaborées directement par les utilisateurs. Les bilans comptables et les rapports annuels produits par l'entreprise ciblée en font partie.
- *Les informations secondaires ou informations d'expertise* sont celles qui sont directement et préalablement traitées par les experts ou les spécialistes. Ces informations comportent une valeur ajoutée pour les décideurs, notamment les investisseurs. Toutefois, ces informations doivent être considérées avec prudence. Les informations secondaires sont élaborées à partir d'informations primaires. L'analyste qui les exploite court le risque de commettre un écart, voire un contresens entre la signification de la donnée brute et son interprétation. Lorsque la donnée secondaire est exprimée par un tiers de confiance, elle peut être utilisée. Dans les autres cas, il faut l'analyser avec prudence, voire circonspection.

Enfin, selon H. Lesca (1995), les décideurs peuvent prendre en considération l'information en fonction de sa finalité. À partir de cela, les investisseurs, notamment les gérants des fonds

d'investissement, peuvent distinguer les informations en se référant à trois flux spécifiques : les flux d'information produits par l'entreprise même à laquelle ils s'intéressent ; les flux d'informations prélevées à l'extérieur de l'entreprise et enfin les flux d'information à destination de l'extérieur. Pour chacun de ces trois flux, les investisseurs peuvent par ailleurs obtenir deux catégories d'informations interdépendantes telles que les *informations d'activité* de l'entreprise ciblée et les informations de convivialité. Les informations d'activité permettent aux investisseurs d'évaluer la profitabilité, la performance actuelle et future de l'entreprise ciblée. De plus, elles sont aussi utiles pour les investisseurs lorsqu'ils essaient de déterminer les risques encourus par l'entreprise concernée. Ces risques peuvent au demeurant provenir du non respect par l'entreprise des engagements souscrits auprès de certains de ses partenaires (les investisseurs, les actionnaires, les clients, les fournisseurs...). En outre, les investisseurs peuvent exploiter les informations de convivialité pour apprécier le climat social au sein de l'entreprise ciblée. Selon Chedia Dhaoui (2008), ces informations témoignent de la façon dont les acteurs de l'entreprise vivent en groupe et en relation avec les personnes extérieures à ce même groupe. Ces informations permettent d'apprécier utilement la cohérence entre l'objectif global de l'entreprise et les comportements individuels.

Les informations de convivialité jouent doivent être prises en considération par les investisseurs lorsque ces derniers apprécient les perspectives de partenariat entre des entreprises. Cela permet aux investisseurs de formuler des scénarii stratégiques possibles. En effet, les investisseurs utilisent ce type d'information afin d'analyser l'environnement de l'entreprise ciblée de manière prospective et donc de limiter les conséquences éventuelles de risques difficilement prévisibles.

Selon E.A.Pateyron (1998), une autre typologie de l'information peut être exprimée, typologie concernant le fonctionnement, l'évolution, les nouveaux procédés de fabrication, la situation concurrentielle et commerciale au sein de l'entreprise cible.

- Les informations de fonctionnement de l'entreprise incluent les informations financières et comptables, les fiches de stocks, les relevés de clientèles... Ces informations permettent aux investisseurs de comprendre la réalité du fonctionnement de l'entreprise cible.
- *Les informations d'évolution* sont utiles pour les investisseurs lorsque ces derniers s'intéressent à la réglementation régissant les activités de l'entreprise.

Les informations mentionnées ci-dessus sont indispensables aux investisseurs lorsqu'il s'agit d'élaborer des projections concernant l'évolution générale de l'entreprise cible.

Par ailleurs, les investisseurs s'intéressent aux *informations d'influence* produites par l'entreprise cible. Chedia Dhaoui (1998) pense que « les informations d'influence ont pour but d'influencer les acteurs internes (les journaux et les revues internes...) et les acteurs externes de l'entreprise (la publicité, les articles de presse...) pour assurer un environnement de convivialité et d'influence sur les comportements des acteurs extérieurs à l'entreprise afin de créer, anticiper et s'adapter ». A partir de cela, ces informations permettent aux investisseurs d'évaluer la réputation de l'entreprise perçue par les parties prenantes en général

(les clients, les fournisseurs, les créanciers, les salariés, les sociétés civiles...) et la communauté des investisseurs en particulier.

Enfin, les informations d'anticipation permettent aux investisseurs d'être avisés avant même que ne surviennent des changements significatifs dans l'environnement, ce qui leur permet des déceler des menaces et de saisir des opportunités susceptibles de se concrétiser.

Sans être exhaustif, le tableau ci-dessous représente les différentes classifications.

Selon le niveau dans le processus décisionnel d'investissement	Information opérationnelle, tactique, stratégique		
Selon la forme de l'information	Information formelle de type textuel ou informelle de type oral		
Selon la demande informationnelle du décideur	Information scientifique, technologique, commerciale, juridique, sociale, financière, stratégique		
Selon la nature de l'information	Information blanche, grise ou noire		
Selon la qualité de l'information	Information primaire (brute) ou secondaire (expertise)		
Selon la facilité d'accès d'information	Information publiquement accessible	Accès restreint à l'information	Accès à l'information strictement limité
Selon les sources d'informations	Sources ouvertes	Sources fermées	Sources clandestines

Tableau 2 : Classification des sources d'information

3 Sphère financière et demande sociale d'information

Dans un monde économique globalisé, les investisseurs utilisent des sources d'information variées lorsqu'ils prennent leurs décisions, sources d'information que nous pouvons classer en deux catégories :

- Les sources formelles sont celles dont les éléments sont enregistrés sur un support quelconque (support magnétique, papier, films, micro-fichies...). Dans les sources formelles, les informations sont principalement de nature documentaire.
- Les sources informelles sont celles qui ne rentrent pas dans cette première catégorie, mais qui sont issues d'observations, d'entretiens auprès de différents acteurs susceptibles d'aborder le sujet concerné (leaders d'opinion, experts, clients,

fournisseurs, concurrents dans les salons professionnels, responsables d'études dans des instituts privés, publics ou dans des organismes professionnels...).

Présentons sommairement quelques sources d'information spécifiques.

Les bases de données

Les bases de données sont des stockages d'informations normalisées et structurées en rapport avec une activité définie. Les bases de données sont enregistrées sur des supports exploitables, par le biais de l'informatique. A travers ces bases de données, les utilisateurs, notamment les investisseurs, peuvent trouver de nombreuses informations corrélées et de plusieurs natures afférentes aux secteurs de la finance, du commerce, des assurances, des écoles, de l'administration publique, des médias...

En fait, les utilisateurs peuvent considérer les bases de données comme des sources qui orientent la veille technologique vers l'exhaustivité, la fiabilité et la facilité d'accès. Pourtant, les utilisateurs doivent avoir des connaissances et une expérience probante lorsqu'ils utilisent des bases de données. Chaque base de données est souvent reliée à un domaine spécifique et dispose souvent d'un langage particulier d'interrogation, ce qui permet de distinguer trois catégories :

- Les bases bibliographiques permettent aux investisseurs de consulter des références concernant la plupart des informations scientifiques et techniques (articles, colloques, brevets, bibliographies...). En fait, les investisseurs tiennent compte de ces informations selon leurs besoins. Ces bases sont en général très bien structurées. Après avoir traité des données, les utilisateurs peuvent relever les informations disponibles à la seule lecture séquentielle.
- Les bases de texte intégral fournissent des informations littérales sous une forme directement utilisable (articles en version intégrale). Il faut noter qu'en général ces bases ne sont pas aussi bien structurées que d'autres types de base.
- Les bases numériques fournissent des informations chiffrées statistiques ou monographiques.

Dans le monde économique globalisé, il nous faut remarquer que la plupart des bases de données sont constituées par des analyses financières. Ces bases de données concernent soit des informations comptables et financières de caractère analytique ou factuel, statistique ou monographique, littéral ou quantitatif ; soit des informations relatives aux marchés et aux mouvements de capitaux. Les investisseurs peuvent trouver facilement le contenu des bases de données à travers un réseau de télécommunication. Avec le développement des technologies de stockage, de traitement et de transmission des données, les serveurs ne sont pas seulement un outil du stockage, mais aussi un outil de diffusion des bases de données. Ces dernières sont également stockées et diffusées par CD-ROM.

Outre les trois types des bases de données mentionnées ci-dessus, les investisseurs peuvent également qualifier les bases de données selon les deux types suivants :

- Les banques de données ne comportant pas d'appréciation sur le risque ou la performance des entreprises ou les banques de données brutes
- Les banques de données à valeur ajoutée.

Les banques de données brutes contiennent des informations fournies par des prestataires qui n'expriment pas d'appréciation sur le risque et la performance des entreprises, mais se bornent à fournir des données de nature financière, comptable, juridique et économique. Pour ces banques de données, les utilisateurs et notamment les investisseurs doivent assurer par eux-mêmes leur analyse financière et leurs jugements propres. Dans certains cas, les données centralisées et diffusées sont celles qui sont fournies par les entreprises elles-mêmes. Le prestataire est seulement en charge de recueillir, de centraliser et de diffuser ces données brutes. Dans les autres cas, le prestataire vérifie et enrichit les données selon des indications puisées à d'autres sources que les entreprises-elles-mêmes. Les investisseurs peuvent accéder à ces banques de données par connexion libre ou par abonnement.

Dans les banques de données à valeur ajoutée, les investisseurs peuvent trouver non seulement des informations brutes ou corrigées et enrichies, mais également des appréciations relatives au risque et à la performance des entreprises recensées. De plus, ils peuvent également accéder à une cotation ou un avis autorisé sur la solvabilité. Les banques de données à valeur ajoutée offrent généralement un accès réservé aux seuls abonnés titulaires d'un mot de passe confidentiel pour des connexions en ligne.

Les brevets

Les brevets constituent une source d'information essentielle qui est utilisée en veille technologique. Pourtant, les investisseurs doivent distinguer entre l'aspect juridique du brevet et son aspect informatif.

Concernant les aspects juridiques, François Jakobiak considère que « les brevets sont des titres de propriété industrielle qui protègent les inventions et donnent à leurs titulaires un droit exclusif d'exploitation ».

Concernant les aspects normatifs, les brevets sont une des sources d'information des plus riches pour la communauté scientifique et technique. De plus, les investisseurs peuvent également trouver des informations intéressantes concernant l'évolution des entreprises concernées, ainsi que les activités passées et actuelles de leurs concurrents.

En réalité, les brevets sont considérés comme une source d'information essentielle pour une entreprise exerçant une activité à caractère technologique. Toute entreprise doit déposer elle-même des brevets pour préserver sa compétitivité et augmenter ses parts de marché.

Dans son œuvre magistrale publiée en 1942, « Capitalisme, socialisme et démocratie », Joseph Schumpeter a attiré l'attention sur le rôle de la technologie en tant qu'arme offensive et défensive dans la concurrence des entreprises en lutte pour les parts de marché.

Dans un contexte d'intense progrès technologique, les dépôts de brevets par des sociétés concurrentes constituent aussi une information indispensable pour évaluer les perspectives d'avenir d'une entreprise cible. Les investisseurs peuvent ainsi déceler les menaces et les opportunités auxquelles la dite entreprise doit faire face.

En synthèse, les investisseurs peuvent utiliser l'analyse des brevets pour certaines démarches importantes :

- *Surveillance de la capacité concurrentielle de l'entreprise cible* : les investisseurs peuvent prendre en considération la publication du brevet par une société concurrente comme un élément important susceptible d'influencer radicalement l'avenir d'une entreprise ciblée.
- Surveillance globale de secteurs à forte valeur ajoutée et soumis à une forte concurrence: les investisseurs peuvent à cet égard obtenir des informations profitables en prenant en compte des références publiées régulièrement et qui permettent de déceler l'intensité de l'évolution technologique.

Les revues

Les revues permettent aux lecteurs de trouver des informations qui ne sont pas incluses dans les bases de données. Nous pouvons y trouver des informations concernant tous les domaines scientifiques, techniques, économiques et sociaux. Ces publications permettent aux investisseurs et aux analystes financiers d'obtenir des informations utiles à caractère juridique, économique, comptable et financier et aussi de déceler les grandes tendances de l'évolution à travers des recherches et des avis autorisés.

Citons aussi, à titre d'exemple, les appels d'offre émis par les administrations et établissements publics ou les attributions de marchés périodiquement publiés sur les bulletins officiels des revues économiques et financières.

Par ailleurs, les investisseurs peuvent également trouver des informations profitables à l'occasion de formalités obligatoires liées à des opérations habituelles (convocation des assemblées générales, publications des comptes et des résultats d'activité...) ou à des opérations exceptionnelles (modification des statuts, augmentation de capital en numéraire, distribution d'actions gratuites...)

Les livres

Les livres permettent d'accéder à des études approfondies, même si leurs informations ne sont pas des plus récentes, en raison des délais de publication. En réalité, les chercheurs utilisent souvent les références des livres dans la phase initiale de leurs recherches. Cela leur permet d'accéder à des raisonnements approfondis et aussi de mieux maîtriser des connaissances et des techniques de base lorsqu'ils abordent un sujet nouveau.

Les thèses et les travaux universitaires

Les thèses présentent des caractéristiques similaires aux ouvrages. Dans les thèses, nous pouvons trouver trois types d'information : scientifique, technologique et technique. Les thèses sont essentiellement considérées comme des documents théoriques et scientifiques. Les lecteurs peuvent trouver des informations utiles lorsqu'ils veulent acquérir une connaissance à la fois générale et approfondie d'un nouveau sujet.

Les informations à caractère informel

Par définition, les informations dites informelles ne sont pas enregistrées dans les publications classiques telles que les livres ou les bases de données. Dans le monde économique globalisé, les informations d'origine informelle sont de plus en plus utilisées par les communautés d'investisseurs en fonction de leurs besoins. Ces dernières peuvent obtenir ces informations à travers des colloques scientifiques, par la consultation des clients, des rapports commerciaux des sociétés, des publicités, des rumeurs, des avis d'experts, etc....

En réalité, les investisseurs ne peuvent pas trouver par eux-mêmes toutes ces informations qui comportent souvent des coûts de transaction élevés. Dans ce contexte, des sociétés de consultance offrent ces services à la demande, en fournissant des informations vérifiées, actualisées et personnalisées. Elles fournissent souvent une information consciencieusement vérifiée et actualisée, plus personnalisée et plus riche en éléments qualitatifs. Cela permet à ces sociétés de trouver leur place à côté de grands opérateurs capables de traiter des données massives. Outre les informations publiques disponibles, ces prestataires essaient d'accéder directement à des informations non publiées, notamment à l'occasion d'enquêtes. Cette activité leur permet de fournir des indications de nature qualitative portant sur les structures capitalistiques, les relations d'affaires des entreprises et, parfois même, des données personnelles ou patrimoniales sur les dirigeants.

Les autres services informationnels

En sus des données mentionnées, les investisseurs peuvent obtenir des informations à caractère monographique sur les entreprises à travers d'autres canaux externes. Ces informations concernent le plus souvent, mais non exclusivement, des entreprises de grande dimension. Nous pouvons mentionner les canaux suivants:

-En premier lieu, les investisseurs doivent tenir compte des nombreuses données élaborées ou proposées par des organismes spécialisés et des bureaux d'analyse financière ou des cabinets comptables. Ces données comportent des études de branche, des études approfondies de certaines sociétés ou des recommandations en matière de gestion de portefeuille. A cet égard, il faut mentionner des établissements tels que Dun & Bradstreet, KPMG, Ernst & Young... En fait, l'activité de ces groupes est reliée à l'ensemble du marché des services informationnels destinés aux entreprises par l'intermédiaire de filiales spécialisées dans le domaine de l'information financière (*Moody's Investors Service* ou *Datastream* par exemple),

-En deuxième lieu, les sociétés de bourse proposent également des études financières et boursières à des entreprises dont les titres sont cotés sur le marché boursier, en les diffusant de manière sélective, le plus souvent auprès leur clientèle.

-En troisième lieu, les investisseurs peuvent trouver des évaluations significatives des entreprises ciblées à travers les agences de notation financière et de rating, comme *Standard&Poor's*, *Moody's* ou *Fitch*. En effet, les notes que ces agences attribuent permettent aux investisseurs d'évaluer le risque attaché aux titres proposés par les émetteurs.

-En quatrième lieu, les investisseurs ne doivent pas négliger la presse financière comme source d'information utile. En fait, les articles comportent le plus souvent des volets d'analyse financière. Malgré leur caractère souvent descriptif et narratif, ces articles présentent souvent une réelle richesse informative du fait même de leur actualité.

Mentionnons enfin les informations d'origine interne diffusées à l'initiative des entreprises (états déposés au greffe du tribunal de commerce, rapports annuels, avis financiers...), documents qui permettent aux investisseurs de suivre des dossiers individuels d'entreprise sur plusieurs années. En France comme au Vietnam, ces investisseurs peuvent librement consulter ces dossiers au centre de documentation de la Commission des Opérations de Bourse.

Internet

Les utilisateurs de l'analyse financière, notamment les investisseurs, considèrent l'internet comme un ensemble de sources d'information plus ouvertes qui n'exigent ni technicité ni équipement informatique coûteux. L'internet permet aux investisseurs d'accéder à des informations actualisées.

Selon François Jakobiak, à travers l'internet, les nombreux sites proposés aux entreprises peuvent être répartis en trois catégories :

- General Business Internet Ressources
- Industry –specific Internet Ressources
- International Internet Ressources.

Dans la catégorie « General Business Internet resources », les investisseurs peuvent obtenir des informations gratuites ou payantes concernant les rapports annuels de grandes sociétés. En outre, les brevets de toutes origines géographiques sont diffusés dans cette catégorie.

Dans la catégorie « Industry-Specific Internet Resources », les investisseurs peuvent trouver des informations relatives aux activités économiques spécifiques dans certains domaines.

Enfin, «International Internet Resources» permet aux investisseurs de recevoir des informations générales sur les entreprises et des communiqués de la presse.

En outre, l'internet est une source de renseignements très riche pour les investisseurs lorsqu'ils veulent collecter des noms et des adresses des entreprises concernées en dehors des sources mentionnées ci-dessus. A titre d'exemple, en France, nous pouvons consulter le site www.societe.com pour obtenir des données financières officielles sur les entreprises françaises. Sur ce site, les investisseurs peuvent également trouver gratuitement les informations légales suivantes :

- Fiches d'identité,
- Dates et titres des modifications statutaires et des assemblées générales ;
- Liste des administrateurs pour les sociétés anonymes ;
- Procédures judiciaires ;
- Elément financiers : actifs et passifs simplifiés, soldes intermédiaires de gestion

Par ailleurs, ce site propose également un service de prestations payantes avec des renseignements commerciaux à forte valeur ajoutée.

Les investisseurs peuvent également trouver les informations intéressantes en visitant les sites Web des sociétés concurrentes.

Les autres médias (télévision, cinéma et radio)

A travers les autres médias, les investisseurs obtiennent des renseignements diversifiés qui reprennent, en les vulgarisant, les informations brutes émises par les entreprises et les divers prestataires.

Section II: Information, intelligence stratégique et intelligence économique

Les investisseurs expriment une demande sociale permanente d'information afin d'assurer leurs prises de décision et de garantir la survie de leurs entreprises, dans un environnement de plus en plus turbulent et incertain.

Comme l'exprime E.Morin (1997), « alors que l'ignorance de l'incertitude conduit à l'erreur, la connaissance de l'incertitude conduit non seulement au doute mais aussi à la surveillance. L'incertitude n'est pas seulement le cancer qui ronge la connaissance, c'est aussi son ferment, c'est elle qui pousse à investiguer, vérifier, communiquer, réfléchir et inventer ». Dès lors, les investisseurs doivent repousser les limites de l'incertitude afin de mieux explorer un environnement qui apparaît instable, imprévisible, complexe, voire chaotique. Cette attitude permet aux investisseurs de décrypter l'environnement, de le comprendre et de le maîtriser. Cela incite les investisseurs, notamment les gérants de portefeuille à mettre en place des dispositifs appropriés de veille et de surveillance de l'environnement dans un système

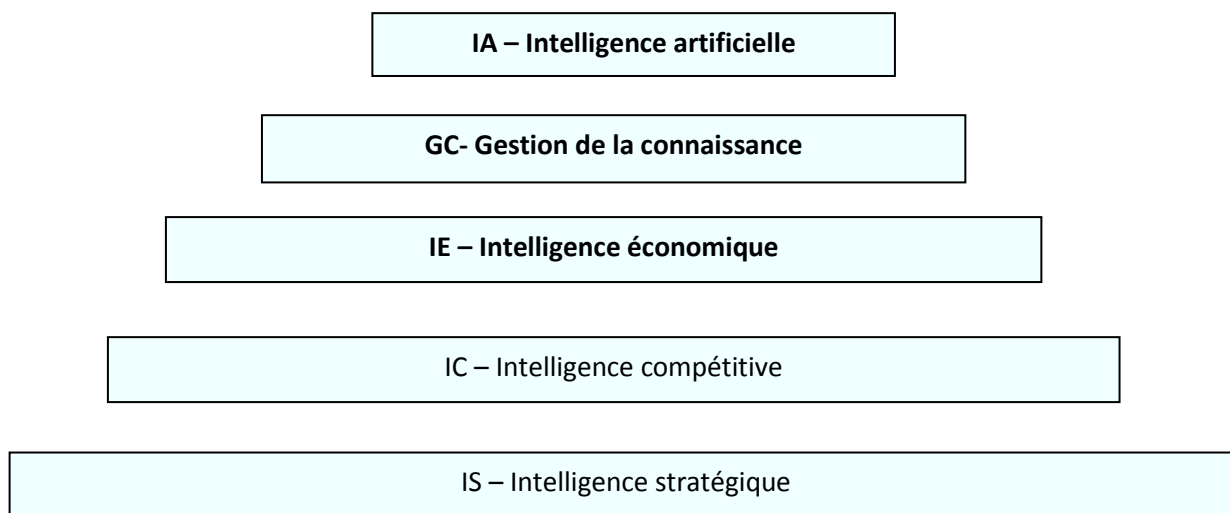
économique en pleine mutation. Autant dire que l'information comporte en elle-même une valeur ajoutée significative.

Selon D.Foray (2000), les agents économiques pensent que l'usage de la connaissance dans l'entreprise a été bouleversé par les progrès de l'informatique et par la multiplication des outils de communication et que le développement des systèmes d'information stratégiques concertés est le levier de la nouvelle économie qualifiée d'économie de la connaissance. Face à de telles réalités, les agents économiques, notamment les gérants de portefeuille, doivent chercher à répondre au besoin pressant de la maîtrise de l'information et de la connaissance dans un système économique en pleine mutation. Dans ce contexte, ils ont intérêt à obtenir, conserver ou accroître leurs avantages concurrentiels par les biais informationnels qu'ils détiennent ou qu'ils essaient d'acquérir. Cela incite les gérants de portefeuille à collecter continuellement des informations dans le but d'accroître le patrimoine informationnel.

Chedia Dhaoui (2008) pense que « L'utilité de l'information comme enjeu stratégique pour l'entreprise, réside dans le fait qu'elle a de la valeur pour aider les décideurs dans leurs prises de décisions stratégiques. ». En effet, nous constatons que les gérants de portefeuilles considèrent souvent les informations en provenance de l'environnement comme une ressource stratégique. A partir de cela, ils cherchent une solution afin de transformer ces informations en connaissance dans le but de préparer leurs actions ou leurs décisions. Cette solution exige des gérants de portefeuille d'acquérir des informations pertinentes, de les exploiter et de les protéger. A cet égard, l'intelligence économique leur suggère des démarches et des moyens leur permettant de gérer avec optimalité leur patrimoine informationnel.

1 Hiérarchisation catégorielle et différenciation heuristique

Les concepts d'information et d'intelligence sont souvent étroitement mêlés, comme en témoignent les terminologies anglo-saxonnes afférentes à ces champs thématiques : Intelligence Information, Intelligence Information Management...Néanmoins, ces termes génériques prêtent souvent à confusion, notamment quand on ajoute des adjectifs qualificatifs et que les spécialistes formulent des interprétations différentes. Nous voudrions essayer de structurer ces concepts généraux et protéiformes en distinguant différentes catégories d'intelligence d'information, comme l'illustre la figure 7 ci-dessous.



Source : Rothberg,H and Erickson, S. (2005)– *From Knowledge to Intelligence; Creating Competitive Advantage in the Next Economy*. Butterworth – Heineman/ Elsevier.

Figure 7 :Hiérarchie des systèmes d'intelligence

Outre les services dits d'intelligence qui sont parfaitement connus et identifiés, il existe d'autres domaines et concepts qui se recoupent et s'imbriquent les uns dans les autres. Fondamentalement, on peut distinguer cinq catégories d'intelligence hiérarchisées de bas en haut en fonction de leur intensité technologique : intelligence artificielle ; gestion de la connaissance ; intelligence économique ; intelligence compétitive : intelligence stratégique

Les deux premières catégories d'intelligence émanent de technologies désormais d'usage commun. Ainsi, le champ heuristique de *l'intelligence artificielle* a connu une forte extension depuis les années cinquante et vise maintenant à expliquer les modes de pensée et de raisonnement permettant de développer les techniques et les programmes informatiques de nature à rationaliser les comportements et les modes de décision. C'est ainsi que sont apparues la robotique, les systèmes experts et les systèmes d'aide à la décision, tous ces systèmes se fondant sur des technologies ayant la capacité d'apprendre.

Un pas supplémentaire devait intervenir avec les systèmes de gestion de la connaissance qui procèdent à la base des systèmes experts. Ces systèmes sont à l'origine d'une branche particulière de l'ingénierie qualifiée « *d'ingénierie de la connaissance* », dont les techniques s'appuient sur plusieurs éléments : acquisition de la connaissance, codification de la connaissance, évaluation et preuves des systèmes codifiés, implémentation des systèmes. La codification se fonde normalement sur des règles qui, à mesure qu'elles se compliquent du fait de la multiplicité des chaînes, peuvent devenir des réseaux de neurones, c'est-à-dire une autre forme de stimulation du cerveau humain. A partir de là, il est possible de parvenir à d'autres fonctions comme les systèmes de compréhension du langage naturel ou les visions informatisées, des techniques en apparence fort éloignées de l'intelligence économique, de l'intelligence compétitive ou de l'intelligence stratégique, mais qui ont souvent contribué à leur développement.

Il existe nombre de définitions de l'intelligence économique, définitions qui dépendent de ceux qui en interprètent et en appliquent les principaux paradigmes. Egalement, les sémantiques sont variables suivant les pays. Ainsi, aux Etats-Unis et dans les pays anglo-saxons, le terme de business intelligence se réfère à des activités en relation avec la gestion de la connaissance. Concrètement, il s'agit de méthodologies et de modèles qui tentent de découvrir l'information « cachée » dans les bases de données afin de fournir des instruments utiles aux prises de décision. Parmi les disciplines dérivées, on peut notamment citer le Marketing Intelligence qui se réfère aux aspects commerciaux et à l'environnement compétitif des entreprises. De cette manière, il devient possible de modéliser les comportements des clients réels ou potentiels dans le but d'accroître les ventes ou simplement d'affronter efficacement la concurrence.

D'une manière différente, les auteurs français définissent l'intelligence économique comme *l'ensemble des actions coordonnées de recherche, de traitement et de distribution visant à exploiter les informations utiles aux acteurs économiques* (Martre – 1994). Cette définition comporte pour ses auteurs une double conséquence :

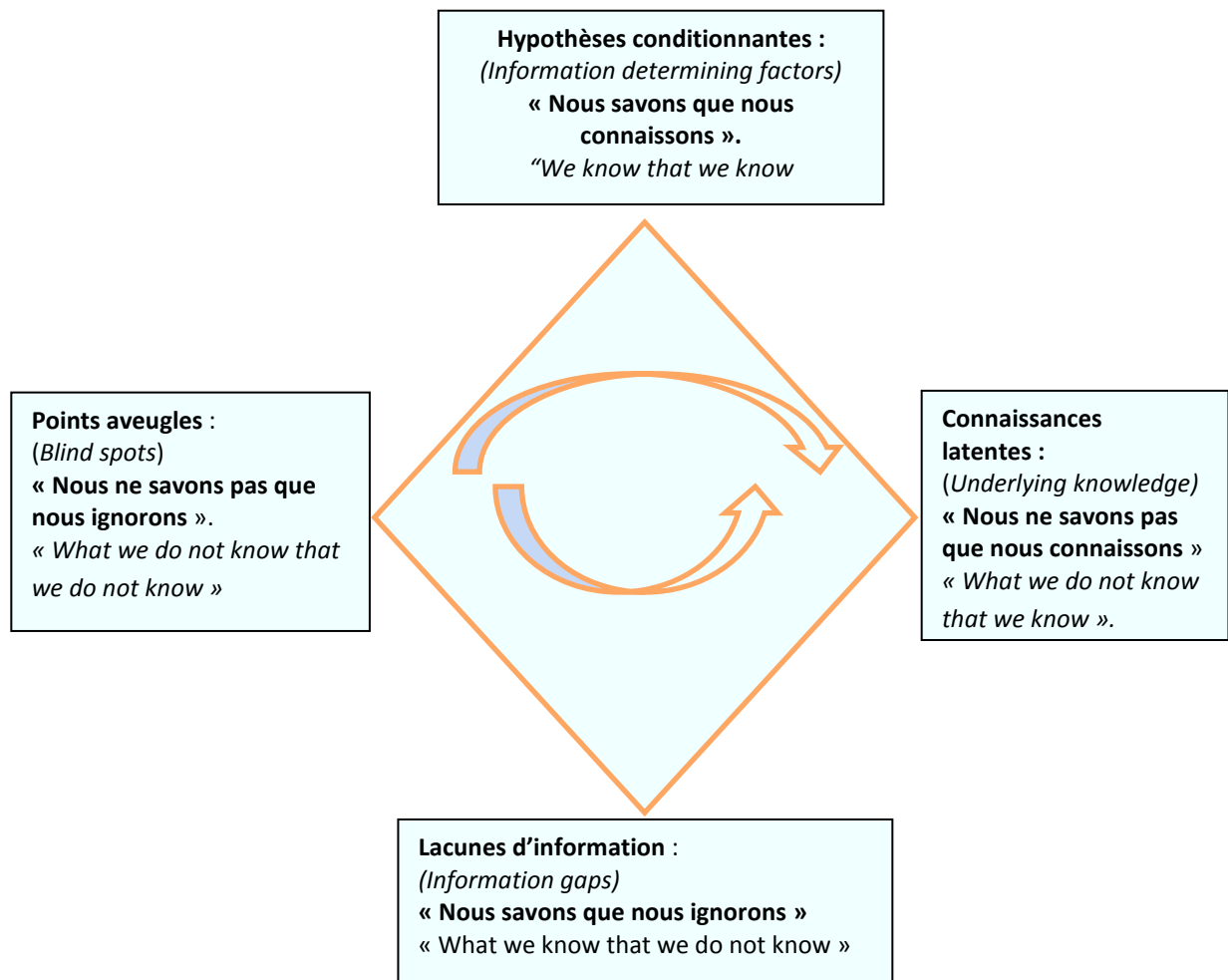
- D'une part, l'intelligence scientifique, qui s'efforce de « ne pas inventer la roue », c'est-à-dire qui vise à rechercher, dans les sources scientifiques accessibles, l'apparition de nouveaux domaines scientifiques apportant des avantages économiques différentiels.
- D'autre part, l'intelligence compétitive qui, sur la même ligne, tend à suivre l'activité des laboratoires ou des usines des pays les plus compétitifs, avec pour objectif de connaître les avancées et d'améliorer ainsi la compétitivité.

Dans la lignée de ces concepts, on conçoit aussi souvent l'intelligence économique comme les activités de l'Etat visant à défendre les intérêts économiques du pays dans un contexte d'internationalisation et de mondialisation. Tel est le cas en France comme dans plusieurs pays européens et aussi d'ailleurs au Vietnam, du moins si l'on se réfère aux déclarations officielles d'intention.

2 Connaissance, Intelligence compétitive et intelligence économique

L'intelligence compétitive a pour but d'améliorer la position compétitive sur les marchés des nations comme des entreprises, ces dernières étant évidemment les principaux protagonistes et destinataires. Si la connaissance apporte une valeur différentielle, l'intelligence apporte le pouvoir, comme l'assurent Helen Rothberg et Scott Erickson (2005). Ou dit d'une autre manière, l'intelligence compétitive recherche « *ce dont on a besoin à partir de ce que l'on*

sait ».



Source: Olier, E. (2011)-*Geoeconomy and Globalization*. Pearson-FT- Prentice Hall.

Figure 8 : Le losange d'intelligence (Intelligence Diamond)

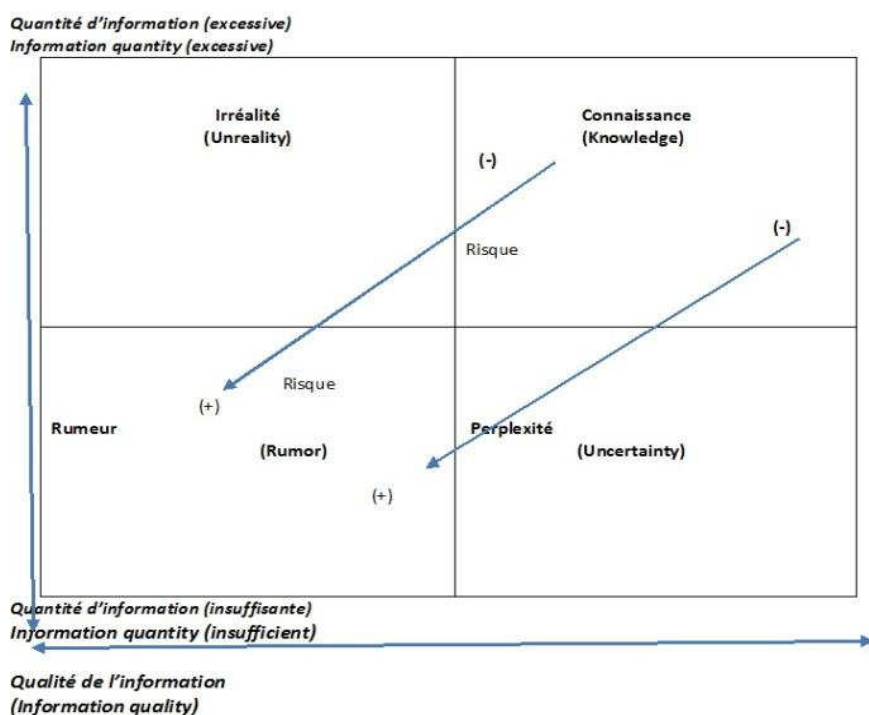
Cependant, selon E. Olier (2011), les auteurs précités semblent ignorer certaines perspectives qui pourraient devenir essentielles à l'intelligence compétitive et même stratégique, dans la mesure où une prise de décision efficace implique que l'on établisse quatre éléments du losange *d'intelligence* tels qu'ils apparaissent sur la figure 8 :

- Hypothèses conditionnantes : nous savons que nous connaissons
- Connaissance latente : nous ne savons pas que nous connaissons
- *Lacunes d'information* : nous savons que nous ignorons
- Points aveugles : nous ne savons pas que nous ignorons.

Il apparaît ainsi que les activités d'intelligence, indépendamment de l'adjectif qu'on peut leur attribuer, doivent permettre d'amener la connaissance à tous les sommets de ce qui appelé *losange d'intelligence*, c'est-à-dire des aspects de la connaissance qui interagissent les uns avec les autres. Par ailleurs, en unissant les points verticaux, c'est-à-dire « ce que nous savons » ou « nous savons que », nous parvenons à nous mouvoir dans le contour stratégique de l'organisation, tandis que horizontalement, c'est-à-dire en prenant en considération « ce que nous ne savons pas », nous définissons essentiellement l'axe de l'intelligence. En agissant

simultanément dans les deux directions, nous conférons à l'intelligence son caractère stratégique qui constitue en réalité le différentiel de compétitivité.

Pour autant, l'intelligence stratégique résulte d'une agrégation des concepts antérieurs avec pour objectif de fournir l'information et la connaissance afin de rendre possibles des prises de décision de nature stratégique. Néanmoins, il faut tenir compte du fait que l'information peut conduire non pas à la connaissance, mais à des interférences indésirables comme la rumeur ou la perplexité, ainsi que le montre la figure 9.

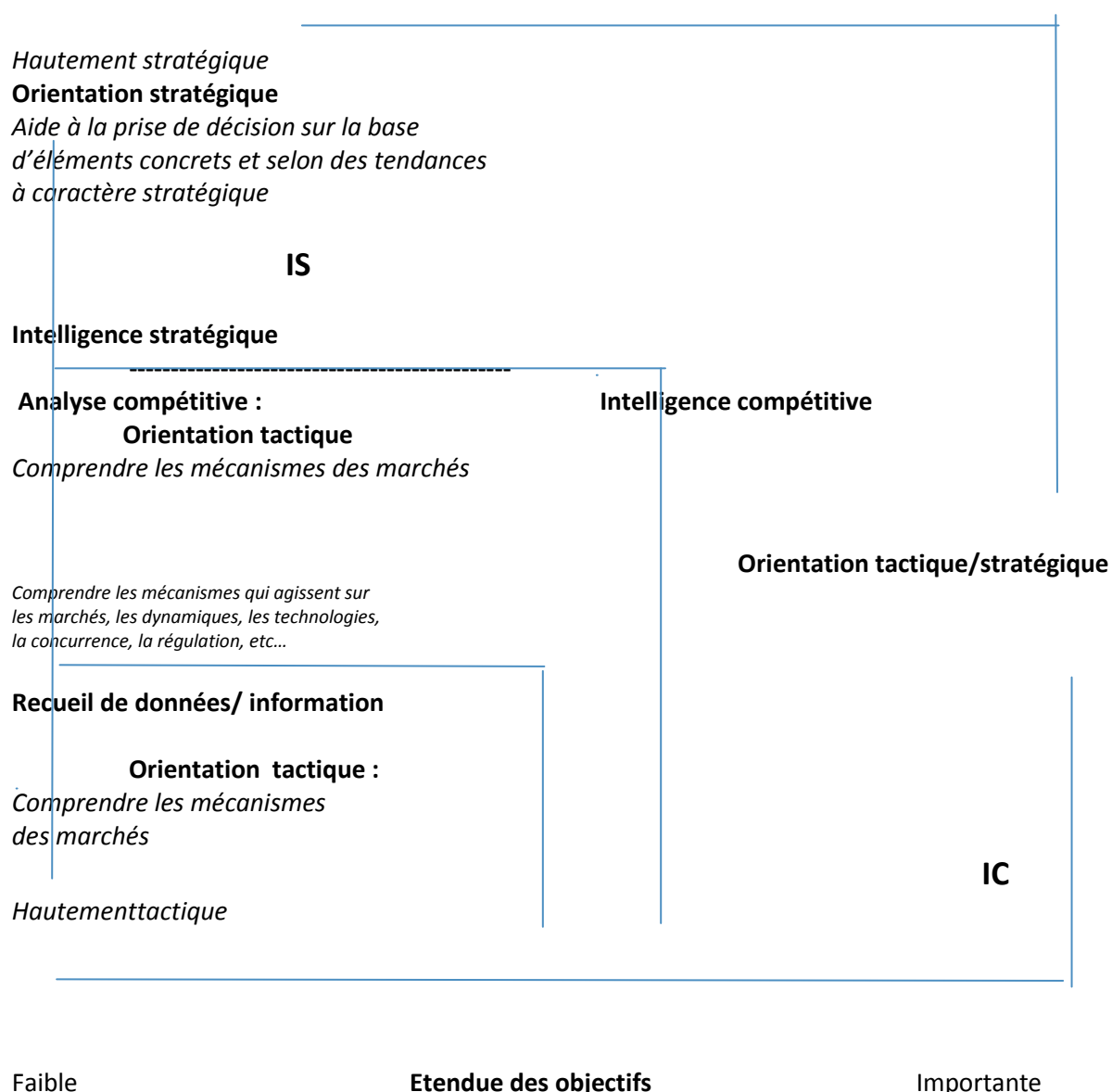


Source : Rothberg, H. and Erickson, S. (2005) –op.cit.

Figure 9 : Information, rumeur et connaissance

Néanmoins, les concepts d'intelligence économique et d'intelligence stratégique restent souvent utilisés indifféremment en assimilation avec la terminologie française, c'est-à-dire par référence aux *stratégies d'intelligence pour les prises de décision visant à défendre les intérêts économiques de l'Etat ou des entreprises*. La figure 10, empruntée à E. Olier (2011, synthétise les différents niveaux d'intelligence en conformité avec les objectifs stratégiques à atteindre qui expriment l'idée de strategic emphasis ou « emphase stratégique

Figure 4- Emphase stratégique et objectifs d'intelligence économique



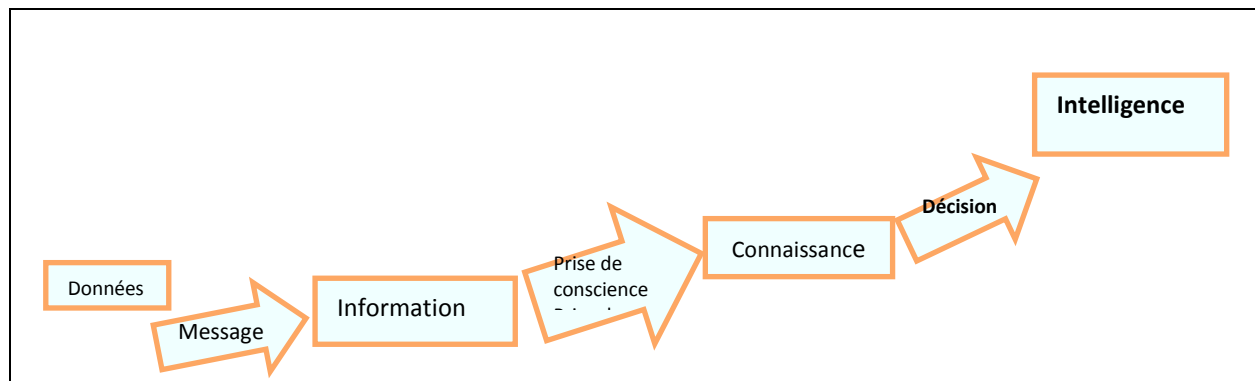
Source – Olier, E. (2011) – *Geoeconomy and Globalization*. Pearson- FT- Prentice Hall.

Figure 10 : Emphase stratégique et objectifs d'intelligence économique

La figure 10 ci-dessus, empruntée à E. Olier (2011, synthétise les différents niveaux d'intelligence en conformité avec les objectifs stratégiques à atteindre. L'intelligence stratégique garantit en définitive la cohérence de cette approche globale de l'intelligence.

3 Information et cycle de l'intelligence

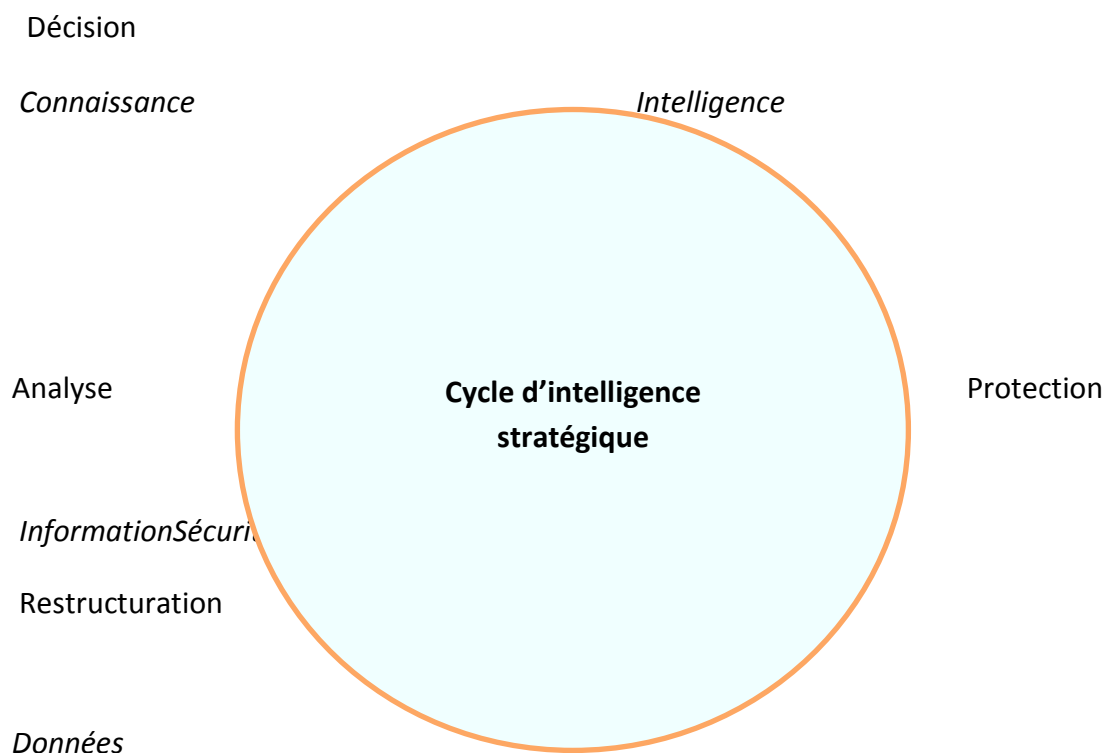
Les systèmes d'intelligence, notamment les systèmes d'intelligence stratégique et économique, sont devenus essentiels dans le contexte de l'économie globalisée. Néanmoins, ces systèmes ont pour finalité une stratégie défensive ou la protection d'installations et de services considérés comme stratégiques pour l'Etat, pour les entreprises ou les institutions financières.



Source – Olier, E. (2011) – *Geoeconomy and Globalization*. Pearson – FT – Prentice Hall.

Figure 11 : Collecte de données, connaissance et intelligence

Afin de mieux comprendre la logique inhérente à tous ces systèmes, il convient d'établir une modélisation du cycle de l'intelligence afin d'expliquer le rôle de l'information et de la connaissance dans les processus de prise de décision. Dans ce cadre, on suit le schéma reproduit dans la figure 11, en s'appuyant sur les données disponibles, pour atteindre la connaissance qui permettra une prise de décision rationnelle, en conformité avec le cycle d'intelligence de la figure 12.



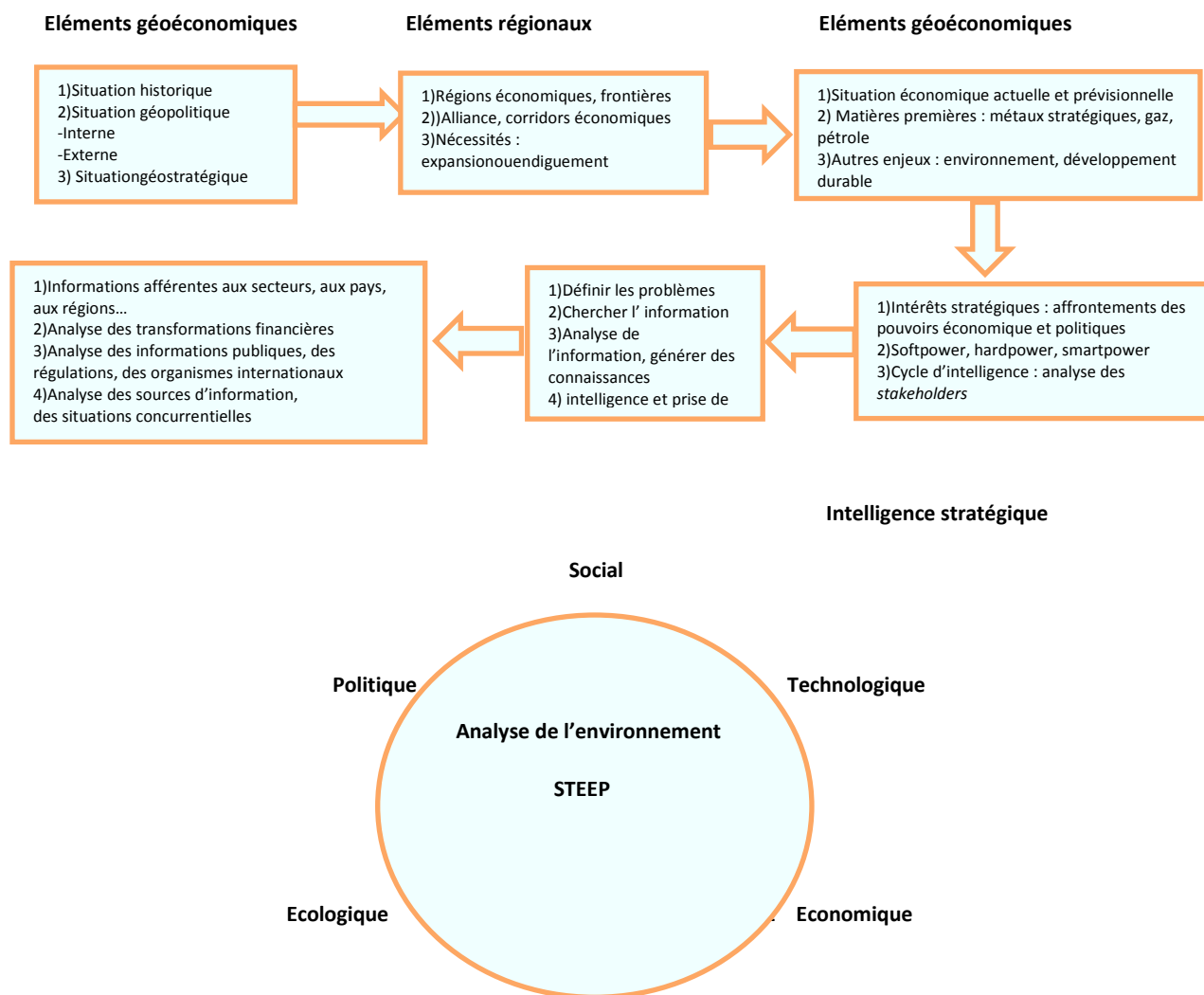
Source : Olier, E. (2011) – op.cit.

Figure 12 : Le cycle de l'intelligence

Cependant, il demeure évident que l'intelligence économique résulte d'un processus stratégique. En effet, sans stratégie, il est impossible d'implanter un modèle quelconque

d'intelligence économique, l'intelligence étant définie comme la capacité de compréhension et d'interaction permettant d'acquérir des avantages compétitifs. L'acquisition d'avantages compétitifs ou concurrentiels se fonde en effet sur le postulat d'une stratégie flexible et en adaptation constante aux changements de l'environnement.

Dans ce contexte thématique, E.Olier (2011) définit une méthodologie synthétique dite STEEP (social, technologique, économique, écologique, politique), intégrant les considérants politiques, l'environnement régional, les défis stratégiques, les contraintes politiques..., comme le montre la figure 13.



Source – Olier, E. (2011) – op.cit.

Figure 13 : Méthodologie de l'intelligence stratégique

Une telle démarche pourrait s'avérer des plus fructueuses dans un pays en émergence et en transition comme le Vietnam dans la perspective d'un processus de développement endogène. L'obtention, la diffusion et le partage des informations pourraient permettre une amélioration des positions concurrentielles de cette économie émergente, désormais fortement intégrée dans l'échange international, par référence notamment aux petites et moyennes entreprises, protagonistes essentiels d'un développement équilibré.

Section III: Intelligence économique : débats et différenciations conceptuelles

Le concept d'intelligence économique, en tant que discipline autonome, a été promu d'une manière concrète après la seconde guerre mondiale, en prenant appui sur des démarches de veille technologique et de renseignement concurrentiel au service principalement de l'innovation. Sur ces bases, des pays comme les Etats-Unis, l'Allemagne, le Japon ou la Corée ont pu générer leurs avantages concurrentiels sur le marché mondial.

1 Intelligence économique : autonomisation d'une discipline

En réalité, le monde de l'information économique s'oriente, depuis des décennies, vers plusieurs pôles distincts avec l'apparition de nombreux fournisseurs d'information. L'un des premiers a été le pôle du renseignement commercial et celui du recouvrement de créances. Aujourd'hui, le renseignement commercial devient une offre informationnelle proposée par des multinationales de taille mondiale. Il faut remarquer que les grands pays industrialisés expriment souvent des besoins d'informations diversifiés en période de mutations productives. Aussi la collecte de l'information scientifique et technique est-elle devenue un besoin vital pour les entreprises de ces pays. En outre, les services de documentation des grandes entreprises assurent progressivement le rôle de la gestion de l'information. Cela montre la montée en puissance de la fonction d'information dans le fonctionnement des entreprises, notamment dans le cas des entreprises américaines à partir des années 1950.

Les Etats-Unis semblent développer leur modèle économique autour de leur marché domestique, ce qui s'apparenterait davantage à la veille concurrentielle. Au contraire, le modèle japonais a pris son essor au début des années 1960. Dans ce modèle, le Japon nourrit une ambition plus internationale et plus coordonnée entre les différents acteurs de son économie. Ainsi, les grands conglomérats japonais sont largement mobilisés par le Ministère de l'Industrie (MITI) pour collecter de données industrielles et technologiques.

A la lumière de l'ouvrage « Techniques offensives et guerre économique » de Christian Harbulot (1990), nous pouvons comprendre que l'essor économique sans précédent du Japon, durant les années 1960-1990, est largement issu de la capacité de ce pays à maîtriser l'information. Toutefois, le Japon doit faire face à certaines limites dans sa maîtrise de l'information. Il faut noter que ces limites n'étaient sans doute pas encore perceptibles en 1990. Toutefois, à partir des années 1990, l'économie japonaise a dû affronter des récessions récurrentes. Bien que les causes soient probablement trop nombreuses pour être réduites à une simple formule, l'image d'un Japon contrôlant parfaitement les informations stratégiques semble ne plus correspondre à la réalité. Il en est résulté une crise bancaire et financière majeure attestée par un recul sensible des cours boursiers, conséquence de situations de désinformation qui ont inspiré de mauvaises stratégies d'investissement.

Durant ces dernières années, la sécurité de l'information a été un sujet majeur de préoccupation dans les grands pays industrialisés, ce qui explique l'abondance de publications en la matière.

Par référence à des études concernant l'intelligence organisationnelle, Wilensky (1967) a été un des premiers auteurs à se focaliser sur les relations entre la connaissance et les règles régissant les institutions. Selon cet auteur, plus les organisations deviennent complexes, plus elles ont besoin d'information de qualité. Mais, paradoxalement, les procédures de centralisation ou les relations hiérarchiques mises en place exercent des effets dangereux sur la qualité des informations collectées et transmises. Selon Wilensky, l'intelligence organisationnelle intègre les contraintes de la collecte et de la transmission de l'information et aussi celle de la capacité d'action des institutions.

En outre, plusieurs facettes de l'intelligence économique ont été identifiées par Wilensky dans ses travaux de recherche. D'une part, il distingue les fonctions d'influence centrées autour des réseaux et leur rôle dans la collecte de l'information. D'autre part, il montre la nécessité pour les institutions d'appliquer des règles de surveillance interne et de contrespionnage, à la fois afin de protéger certains intérêts et de réaliser une auto-analyse dite de feed back. Enfin, il met en avant un autre besoin fondamental des institutions : la capacité de collecter et d'utiliser des données quantitatives et factuelles concernant leurs activités.

En Suède, un courant de pensée, nommé « Social Intelligence » (expression traduite en français par intelligence sociétale) a été développé par des auteurs tels que Stephen Dedijer à la fin des années 1960. Ce courant de pensée a favorisé une large interprétation du concept d'intelligence et de ses applications, considérant l'acquisition et le traitement de l'information, ainsi que son utilisation, comme un même processus. Ce processus doit permettre aux individus, aux organisations, aux entreprises et ainsi qu'aux Etats d'agir en fonction de leur environnement. En réalité, Dedijer considère l'information comme une source de puissance à part entière permettant une maîtrise de l'environnement.

En 1980, Michael Porter dans son ouvrage majeur *Competitive Strategy : Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, exprime une vision novatrice des besoins fondamentaux des entreprises et des dynamiques de la compétitivité. Il apporte ainsi une contribution notable à l'intelligence économique en tant que discipline pleinement reconnue. Cet auteur met en avant l'importance de l'acquisition de la connaissance et de la compréhension des environnements compétitifs, ce qui va bien au-delà des concepts de scanning, de surveillance ou de veille technologique antérieurement développés par des auteurs tels que Aguilar (1967) ou Ansoff (1975). En outre, Porter souligne la nécessité d'une formalisation organisationnelle des activités de surveillance, suggérant la mise en place de structures permanentes assurant la transmission des informations collectées vers les décideurs et les stratèges des entreprises. Les apports décisifs de cet auteur expliquent son influence considérable sur l'essor de l'intelligence économique et l'autonomisation de cette discipline.

2 Intelligence économique : incertitudes sémantiques et imprécisions terminologiques

Le concept de l'intelligence économique (IE) demeure largement méconnu du grand public et de la profession bancaire et financière. A ce jour, prévalent encore de multiples définitions selon les auteurs, la difficulté provenant du caractère multiforme des activités intégrables susceptibles la discipline.

Témoignage de cette ambiguïté heuristique, certains auteurs suggèrent de séparer la veille et l'intelligence économique dans le cadre des démarches de traitement de l'information. En outre, dans la pratique, la multiplication des protagonistes et la participation d'acteurs appartenant à plusieurs secteurs ou branches entraînent une extension et une complexification des champs thématiques de l'IE.

Une deuxième difficulté majeure découle de la sémantique et de la nomenclature. Dans la littérature anglo-saxonne, on retrouve les termes de marketing intelligence, economic intelligence ou competitive intelligence, termes indifféremment traduits par intelligence économique en français, malgré le cloisonnement entre différentes applications. A titre d'exemple, le terme de competitive intelligence, traduit en français par « intelligence concurrentielle », est susceptible de rendre compte de la compétitivité d'une entreprise ou d'un Etat, ce qui témoigne d'une grande confusion sémantique.

Le terme même d' « intelligence » suscite le plus de débats et de difficultés. Alors que certains auteurs se réfèrent au terme anglais Intelligence, dans le sens de renseignements ou d'informations sur l'environnement, d'autres se reportent au terme italien d'intelligenza, dans le sens de capacité de compréhension et d'analyse. En réalité, le mélange ou la confusion de ces deux interprétations se retrouve dans nombre de définitions de l'IE.

Pour faire face à ces difficultés, dans le cadre de notre recherche, il nous faut prendre en considération les interprétations souvent contradictoires autour du terme d'intelligence économique.

En France, la première définition officielle de l'intelligence économique a été proposée par le Commissariat Général au Plan dans le Rapport Martre de 1994, définition depuis lors reprise dans de nombreux textes.

« L'intelligence économique peut être définie comme l'ensemble des actions de recherche, de traitement et de la diffusion (en vue de son exploitation) de l'information utile aux acteurs économiques. Ces diverses actions sont menées légalement avec toutes les garanties de protection nécessaires à la préservation du patrimoine de l'entreprise, dans les meilleures conditions de qualité, de délais et de coût. L'information utile est celle dont ont besoin les différents niveaux de décision de l'entreprise et de la collectivité pour élaborer et mettre en œuvre de façon cohérente la stratégie et les tactiques nécessaires à l'atteinte des objectifs dans le but d'améliorer sa position dans son environnement concurrentiel ».

Dans cette définition, nous trouvons une idée fondamentale qui nous aide à développer notre recherche : l'information utile et son traitement en vue de prise de décision. En finance, les investisseurs peuvent s'inspirer de cette idée pour l'appliquer dans les processus d'investissement, notamment dans les mesures des risques présentés par les entreprises ciblées ou les analyses de leurs performances.

Bernard Besson et Jean Claude Possin, dans leur ouvrage « *Audit d'intelligence économique* » (2002) donnent une définition alternative de l'intelligence économique : « *L'intelligence économique est la maîtrise concertée de l'information et la coproduction de connaissances nouvelles* ». Cette définition considère l'intelligence économique comme l'art de déceler les menaces et les opportunités, en coordonnant le recueil, le tri, la mémorisation, la validation, l'analyse et la diffusion de l'information utile ou stratégique à tous ceux qui en ont besoin. A partir de cela, nous pouvons confirmer le rôle de l'information utile et la nécessité de son traitement dans les prises de décision. De plus, cette définition se réfère bien à la production de connaissances nouvelles résultant d'actions concertées. Ces connaissances permettent aux investisseurs de réduire les incertitudes ou les risques imprévisibles dans un contexte économique globalisé. Il s'agit là d'une implication importante dans les champs thématiques de la finance

En 1998, Alain- Dupré et Duhard ont proposé une définition alternative de l'intelligence économique : « *L'intelligence économique est avant tout un outil d'aide à la décision : elle s'appuie sur l'information de décision, c'est-à-dire l'information constituant une ressource stratégique pour l'entreprise. Son objet est la réduction de l'incertitude dans le but de rendre la décision moins aléatoire* ». Cette définition met bien en évidence la nécessité de prendre en compte la complexité sous jacente aux marchés, afin de prendre des décisions plus rationnelles et mieux ancrées dans la réalité.

Dans son ouvrage « *Veille technologique et compétitivité* » (1995), Henri Dou reprend la distinction conventionnelle entre la veille technologique et l'intelligence économique : « *On entend par intelligence économique la prise en compte par l'entreprise de tous les éléments extérieurs susceptibles d'interagir avec ses activités* ». L'auteur propose ensuite la distinction suivante « *la veille technologique se situe au cœur d'une analyse de fonds que nous devons esquisser : comment peut-on, dans la mesure du possible, analyser, prédire à court ou moyen terme, les évolutions d'une technologie, ou comment à partir de l'analyse de l'évolution sociale, peut-on envisager des changements technologiques... ? L'intelligence économique, en revanche, ne procède pas d'une analyse fondamentale. Elle s'inscrit seulement dans la mise en place de méthodes, de comportements destinés à défendre un environnement (industriel, de recherche, financier, etc.), à suivre la veille technologique et ne peut en aucun cas se substituer à elle, car, sans technologies propres, la domination économique ne serait pas de longue durée* ». A travers cette distinction, Henri Dou met en avant le rôle de l'intelligence économique d'une manière plus significative que les interprétations précédentes.

En réalité cependant, la plupart des analystes financiers et les gérants de fonds ne considèrent pas leur activité, notamment en matière d'investissement, comme faisant partie intégrante

d'une démarche autonome guidée par l'intelligence économique. Néanmoins, n'utilisent-ils pas des méthodologies similaires en poursuivant des buts identiques ? Bien que Henri Dou établisse une séparation entre les démarches inspirées par l'intelligence économique et celles inspirées par la veille technologique, nous considérons comme opportun et pleinement justifié de réunir ces démarches sous le concept générique d'intelligence économique. La démarche de veille technologique semble devoir s'intégrer dans celle plus générale celle de l'intelligence économique. En fait, il semble que cette distinction resitue la veille stratégique à l'intérieur d'une démarche globale incluant l'ensemble des démarches nécessaires à la survie et au développement des activités des entreprises, des organisations et des Etats.

Cette idée figure d'ailleurs clairement dans le Rapport Martre: « La notion d'intelligence économique implique le dépassement des actions partielles désignées par les vocables de *documentation, de veille (...), de protection du patrimoine concurrentiel, d'influence (...)*. Ce dépassement résulte de l'intention stratégique et tactique, qui doit présider au pilotage des actions partielles et au succès des actions concernées, ainsi que de l'interaction entre tous les niveaux de l'activité, auxquels s'exercent la fonction d'intelligence économique » (Martre, 1994, pp. 16-17).

D'ailleurs, l'ensemble des démarches d'intelligence, au sens large du terme, sont reliées à la finalité poursuivie et permettent de développer une vision stratégique par un ajustement des objectifs et des solutions. Cette idée est au demeurant clairement exposée dans l'analyse de Corine Cohen (2004) : « *Nous distinguons la veille de l'intelligence (...) par leur degré d'intégration dans la décision stratégique et leur degré de pro-activité.* La Veille devient Intelligence à partir du moment où elle consiste à faire des recommandations ou des *préconisations à l'utilisateur destinataire* » (Cohen, 2004, p. 63)

Enfin, retenons la définition de Claude Revel citée par Imen Gharb (2009) dans un ouvrage au titre révélateur : "*L'intelligence économique permet aux entreprises d'agir sur leur environnement au lieu de le subir*". Cette définition exprime avec clarté les concepts sous jacents à notre démarche heuristique. A cet égard, Claude Revel présente l'intelligence économique sous trois volets : la gestion d'information et des connaissances, la protection et l'influence.

"L'intelligence économique, c'est la maîtrise de l'information, le but étant de connaître son environnement extérieur et par conséquent d'adapter par avance sa conduite. Elle permet d'identifier les opportunités et les déterminants du succès, d'anticiper les menaces, de prévenir les risques, de se sécuriser, d'agir et d'influencer son monde extérieur dans une optique de compétitivité internationale. L'intelligence économique se compose de trois volets. Le premier concerne le traitement de l'information. Cela consiste à recueillir les informations nécessaires, à les trier et à les valider. En d'autres termes, ce premier volet consiste à avoir l'information pertinente sur ses concurrents, sur les règles et les normes et d'une manière générale sur tout son environnement extérieur international. Le deuxième volet consiste à se sécuriser au niveau matériel mais surtout au niveau immatériel, c'est-à-dire à avoir la capacité d'anticiper les risques et les problèmes qui se rattachent notamment à la propriété

intellectuelle, aux attaques sur son image ou sur son capital. Ce deuxième volet accorde une grande importance à la sécurisation des actifs immatériels. Le troisième volet consiste à savoir influencer et argumenter, convaincre, négocier, faire du lobbying professionnel mais *également à savoir exercer l'influence normative en anticipant les règles et les normes internationales et en participant éventuellement à leur élaboration. L'intelligence économique permet de mieux connaître ses concurrents, les donneurs d'ordre, les règles et les normes qui peuvent influencer son activité et donc d'agir sur son environnement au lieu de le subir. Reste à noter que l'intelligence économique doit être déontologique et loin des pratiques d'espionnage, de vol et de trafic d'influence"*

A travers cette définition, nous pouvons constater que l'intelligence économique ne consiste pas seulement à collecter, à traiter et à diffuser de l'information pour obtenir en définitive l'information pertinente. En effet, les praticiens de l'intelligence économique doivent également entreprendre un certain nombre d'actions afin d'anticiper les menaces qui nuisent aux actifs immatériels de l'entreprise ciblée, notamment son image et son good will. A partir de cela, ils peuvent trouver des solutions adéquates pour sécuriser les actifs. Comme nous l'avons souligné dans le chapitre premier, dans le domaine financier, les investisseurs prennent parfois leurs décisions de manière irrationnelle dans un contexte globalisé. En réalité, ces décisions se basent non seulement sur des indicateurs financiers et non financiers, mais aussi sur les interactions de ces indicateurs. Il faut noter que ces indicateurs sont extraits des informations relatives aux entreprises ciblées. De fait, l'image de l'entreprise ciblée est caractérisée par ces indicateurs et leurs interactions qui suscitent l'attention des investisseurs.

L'intelligence économique bien conçue permet d'acquérir une capacité d'influence sur l'environnement des entreprises, un acquis important pour des investisseurs ou des gérants de fonds qui envisagent de placer des capitaux dans des entreprises cibles. En effet, si ces protagonistes détectent une opportunité ou une menace, ils ont intérêt à en aviser les dirigeants et à leur suggérer des orientations adéquates. En fonction des réactions de ces derniers, les investisseurs peuvent alors prendre une décision finale (acheter, vendre ou conserver les titres émis par l'entreprise concernée).

3 Intelligence économique : évolution des principaux paradigmes

Ces réflexions montrent l'utilité cardinale des paradigmes de l'intelligence économique malgré une certaine imprécision initiale. Néanmoins, une recherche bibliographique et historique sommaire permet de constater que le concept d'intelligence économique a considérablement évolué dans le temps, avec l'émergence de techniques performantes et de paradigmes rigoureux et novateurs.

A partir des années 1950, de nombreuses terminologies anglophones et francophones ont été proposées sous l'appellation générique d' « intelligence économique », suscitant ainsi des imprécisions sémantiques, voire des confusions ou des contradictions.

En réalité, les terminologies anglophones, sous les appellations de « scanning », d'« intelligence », de « business intelligence » et de « strategic intelligence », sont souvent utilisées pour désigner l'activité globale d'intelligence économique. De plus, il nous faut noter que les auteurs anglophones utilisent systématiquement l'expression « scanning » ou « environmental scanning » pour désigner ce que les francophones qualifient d'« intelligence économique ». L'expression « scanning » a prévalu durant les années soixante et soixante-dix, avant d'être progressivement remplacé par l'expression « competitive intelligence » à partir des années quatre-vingt, afin de désigner la surveillance des concurrents, comme composante principale de la surveillance des environnements.

Dans les années 80, de nombreuses définitions du concept de « competitive intelligence » ont été proposées par plusieurs auteurs. Selon J.Prescott (1995), ce concept ne désigne pas la collecte de données et l'élaboration d'analyses statistiques mais plutôt l'analyse en profondeur de la concurrence par une intégration, une transformation et une sélection de données éparses. L'apparition de nouvelles expressions comme « business intelligence » ou « strategic intelligence » marque un enrichissement et un dépassement progressif de la « competitive intelligence ». Ces nouvelles expressions désignent l'environnement d'ensemble de l'entreprise et non plus seulement l'environnement concurrentiel.

Dans la littérature française, les terminologies les plus utilisées recouvrent principalement les concepts de « vigilance », de « surveillance », de « veille », de « veille stratégique », d'« intelligence stratégique » et enfin d'« intelligence économique ».

Néanmoins, les praticiens préfèrent le terme de « veille » à celui de « surveillance ». En réalité le terme de « surveillance » est principalement utilisé par les institutions policières. Pourtant, certains chercheurs ne peuvent se satisfaire du terme de « veille » qui présuppose un caractère passif. Et qui serait donc une mauvaise traduction de « intelligence ». Le terme « veille » désignerait en fait une situation dans laquelle l'entreprise serait simplement à l'écoute de l'environnement, sans rien décider avant d'avoir détecté un signal. A contrario, le terme d'« intelligence » correspondrait à une attitude plus volontariste envers l'environnement, le terme de « veille » correspondant à une attitude attentiste. Selon Corine Cohen (2003), la veille devient l'intelligence à partir du moment où elle consiste à donner des recommandations ou des préconisations à l'utilisateur destinataire, en vue de susciter des réactions susceptibles d'influer sur l'environnement.

Toujours selon Corine Cohen, il apparaît que le concept de « scanning » a évolué au fil du temps sous les effets des changements intervenant dans l'environnement des entreprises. Cette évolution a généré plusieurs notions différentes telles que celles de « surveillance de l'environnement », de « veille stratégique » et d'« intelligence stratégique ».

Pourtant, la plupart des chercheurs rencontrent des difficultés lorsqu'ils veulent donner une définition précise du terme « intelligence économique ». De plus, ils ont également du mal à distinguer le terme « intelligence économique » des notions de « surveillance », de « vigilance », de « veille stratégiques » dans les définitions comme dans les expressions. Ces difficultés

sont issues de l'ambiguïté des connaissances tant théoriques que pratiques. Autrement dit, elles proviennent de la méconnaissance ou de la confusion des terminologies. Face à ces difficultés, la question sémantique devient l'une des préoccupations majeures des chercheurs. En outre, ces difficultés augmentent lorsque les chercheurs se trouvent confrontés à la complexité des expressions afférentes à IIE et qui sont souvent traduites en français à partir d'expressions anglophones.

Après la deuxième guerre mondiale, la pression concurrentielle est devenue l'une des préoccupations majeures des entreprises. Elles ont dû définir des démarches de planification et des outils de prévision afin de permettre un ajustement des orientations stratégiques et de prendre des mesures susceptibles d'assurer leur viabilité.

Selon Chedia Dahaoui, dans les années 1950, l'entreprise n'était plus considérée comme une unité isolée de son environnement mais plutôt comme un système ouvert en interaction avec lui-même capable de s'adapter à des évolutions et d'assurer sa survie. Cette période était aussi celle de l'essor de la société de consommation, période pendant laquelle les entreprises devaient être conscientes de l'importance de l'information relative aux besoins exprimés par les clients. Dès lors, sont apparues les cellules de « marketing intelligence » en Grande Bretagne et de « competitive intelligence » aux Etats Unis, avec une large diffusion publique.

Analysons à présent les apports les plus significatifs et les principales étapes de l'autonomisation de l'intelligence économique par référence à ses principaux champs thématiques.

La notion de système d'intelligence selon H. Luhn (1958)

En 1958, H.Luhn proposa une première définition de l'intelligence ainsi formulée : « la notion d'intelligence peut être définie, dans un sens général, comme la capacité à appréhender les interrelations entre les faits disponibles de manière à guider l'action vers un but désiré ».

En tant que précurseur en la matière et chercheur chez IBM, H.Luhn a également proposé un système automatique de collecte, de traitement, de stockage et de diffusion de l'information pour les entreprises dans le cadre d'une approche technique portant l'appellation de « Business Intelligence System ».

Certains auteurs ont souligné le sens premier de l'intelligence dans des ouvrages plus récents, en mettant en avant la finalité stratégique dans la réalisation d'objectifs fixés.

L'intelligence organisationnelle selon H. Wilensky (1967)

Dans son ouvrage « Organizational Intelligence Knowledge and Policy in Government and Industry », H.Wilensky s'inspire des processus d'intelligence proposés par H.Luhn afin de parvenir à une définition de l'intelligence organisationnelle. En fait, le processus d'intelligence consiste en un ensemble de tâches « de collecte, de traitement, d'interprétation et de communication de l'information technique et politique nécessaire au processus de

décision ». Selon le propos de H.Luhn, l'interprétation est une étape importante permettant de donner de la valeur ajoutée à une information brute. H.Wilensky a également mis en avant la nécessité du processus de l'intelligence afin de parvenir à une concrétisation rationnelle du processus de décision.

Dans la suite de son ouvrage, H.Wilensky présente les trois composantes de l'intelligence organisationnelle:

- En premier lieu, l'intelligence de contact se constitue à travers des réseaux relationnels et par la création de liens. Sur ces bases, les acteurs peuvent collecter, traiter, diffuser l'information et mener des actions d'influence sur l'environnement.
- En deuxième lieu, H. Wilensky utilise le terme d'« intelligence interne » pour exprimer la vigilance au sein de l'entreprise elle-même.
- Enfin, le terme d'« intelligence des faits et des nombres » est utilisé pour mettre en évidence la valeur ajoutée des informations fournies aux décideurs.

Cet ouvrage est, publié durant les années soixante, considéré comme un ouvrage précurseur voire fondateur de l'IE, expose deux problématiques essentielles au centre de la plupart préoccupations :

- H.Wilenski souligne d'abord l'importance de la « connaissance » dans l'économie et l'industrie. La connaissance est considérée comme le moteur stratégique du développement, du changement et de la compétitivité pour les entreprises.
- Enfin, il relève la nécessité du développement de stratégies collectives et de la coopération entre les gouvernements et les entreprises dans la production d'une connaissance considérée comme un bien public au sens de Coase. A partir de cela, les organismes tant publics que privés peuvent défendre leur avantage concurrentiel.

Par ailleurs, H.Wilensky (1967) a également mis en avant que l'intelligence organisationnelle n'est pas un processus d'accumulation de l'information mais un bien de production de connaissances par les gouvernements et les industries. Selon lui, ces solutions sont issues des structures de concertation public-privé dans le cadre de stratégies collectives.

La notion de scanning selon F.J. Aguilar (1967)

F.J.Aguilar (1967) fut le premier à introduire la notion de « scanning » dans le management de l'entreprise. Dans son ouvrage intitulé « Scanning the Business Environment », il utilise le terme de « radar » afin de justifier la nécessité pour les entreprises de disposer d'un système d'acquisition d'information pertinente sur leur environnement.

Cet auteur identifie les trois étapes majeures de l'activité de « scanning » : l'acquisition d'informations sur l'environnement, l'identification puis la compréhension des menaces et des opportunités stratégiques. A travers ces démarches, les praticiens peuvent collecter et utiliser les informations pertinentes relatives à l'environnement extérieur des organisations (événements, tendances, relations...) et assister ainsi les dirigeants dans leurs décisions. Pour Aguilar, le « scanning » devient l'un des outils nécessaires destinés aux cadres de haut niveau.

De plus, il peut être également utilisé par les investisseurs dans les opérations de diagnostic stratégique externe.

A titre d'exemple et par référence à la finance, il semblerait donc indispensable de mettre en place une intelligence organisationnelle au sein d'une portfolio management company, afin d'obtenir les informations pertinentes provenant d'une connaissance commune partagée par l'ensemble des collaborateurs de cette société. Concrètement toutefois, l'implantation d'une telle structure organisationnelle s'avère souvent très ardue.

Les auteurs français et la formulation initiale de veille technologique (années soixante-dix)

Dans les années 1960, la France a développé une politique industrielle dans les secteurs de haute technologie tels que l'aéronautique, la défense et le nucléaire. Jusqu'à maintenant, ces secteurs occupent une place hautement stratégique au sein de l'appareil productif en France. Nous pouvons ainsi comprendre les raisons pour lesquelles la France est devenue pionnière dans les démarches de veille technologique.

Dès les années 1970, une politique d'innovation a été définie et suivie par l'Etat Français. Cette politique a encouragé l'établissement de relations entre les chercheurs et les acteurs économiques afin de promouvoir les innovations et la compétitivité des entreprises.

A cet égard, les chercheurs Français sont considérés comme des pionniers et parmi les premiers à avoir défini avec une certaine rigueur le concept de veille au cours des années quatre-vingt.

Selon Moscato (2010), si l'on préfère le terme de « veille » à la traduction littérale « surveillance de l'environnement » pour environmental monitoring, il faut remarquer que les processus suivis sont similaires. En fait, ces processus permettent aux praticiens d'enrichir leur compréhension des dynamiques extérieures. A partir de cela, les décideurs peuvent adopter des décisions optimales ajustées aux réalités socio-économiques.

Il semble que Moscato se réfère directement aux propositions de Jean Morin (1985) relatives à la surveillance de l'environnement technologique, lequel environnement technologique sert « à des fins stratégiques, à détecter les menaces qui, intelligemment anticipées, peuvent parfois être transformées en opportunités d'innovation (...).Le système de surveillance joue ainsi le rôle d'une assurance dont il faut payer la prime : son objectif est de préserver des mauvaises surprises, d'anticiper les menaces et les opportunités pour mieux gérer ensuite, de gagner du temps sur les événements et sur les concurrents » (J. Morin, 1985, p.127).

En réalité, la dimension stratégique de la surveillance de l'environnement technologique a été soulignée par de nombreux auteurs. D'après Jean Morin (1985), cette surveillance joue un rôle de détection des menaces et des opportunités afin de protéger contre les surprises stratégiques et de gagner du temps. En outre, F.Jakobiak (1992) a défini la veille technologique comme « l'observation et l'analyse de l'environnement suivies de la diffusion

bien ciblée des informations sélectionnées et traitées, utiles à la prise de décision stratégique ». En outre, selon le même auteur, il convient d'ajouter les informations scientifiques et technologiques afin de mesurer l'étendue exhaustive du concept de « veille ».

La perception de signaux faibles et les apports de H.I. Ansoff (1975)

Après les événements décisifs du début des années soixante-dix (choc pétrolier, récession mondiale, fin des « trente glorieuses », guerre du Vietnam, guerre israélo-arabe...), les chercheurs et les praticiens ont pris conscience de l'instabilité chronique de l'environnement. Dans ce contexte de précarité, l'identification des menaces externes est devenue un sujet majeur de débat et de préoccupation, ce qui a amené les chercheurs à engager une réflexion sur les phénomènes qualifiés de signaux faibles.

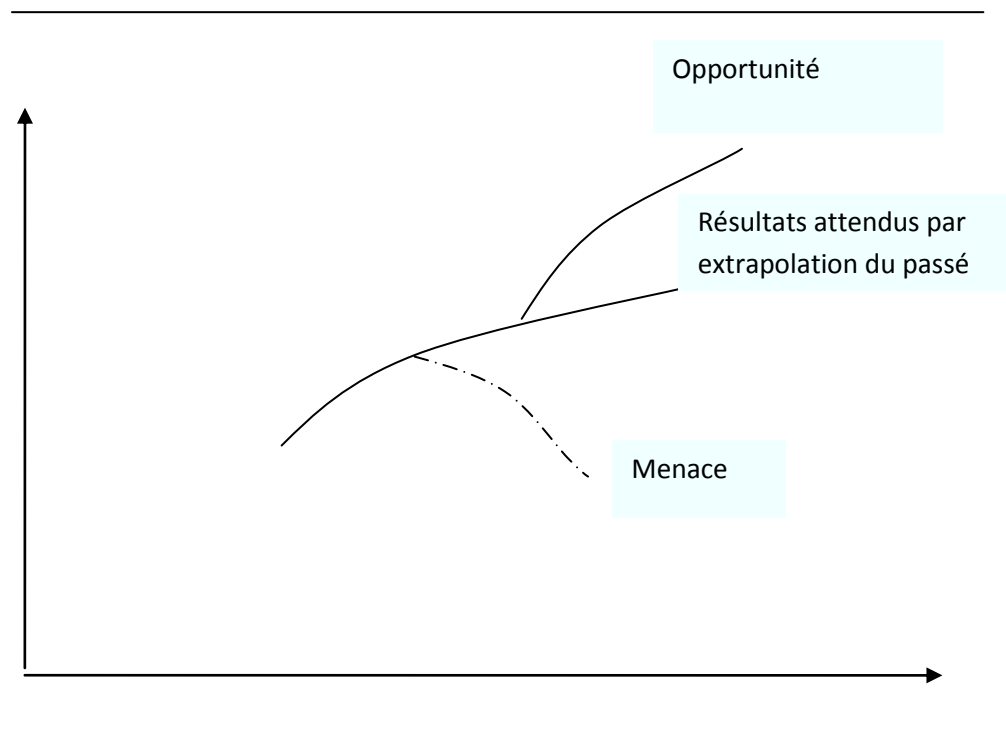


Figure 14 : Impact des menaces et des opportunités, H.I. Ansoff (1975)

En 1975, H.I. Ansoff a fait valoir l'importance de détecter des informations quasi imperceptibles dans l'environnement de l'entreprise, soulignant le rôle important de la perception de signaux faibles. Selon lui, cette vigilance permet d'éviter les surprises stratégiques en provenance des concurrents en particulier et de l'environnement en général.

Cet auteur considère que la plupart des entreprises devraient avoir la capacité d'anticiper leur environnement au lieu de s'y adapter. Dans un monde de plus en plus turbulent et en pleine mutation, caractérisé par l'incertitude, le dirigeant de l'entreprise ne peut plus prévoir l'évolution de son entreprise par simple extrapolation des données passées, en ignorant les

discontinuités de l'environnement. Il doit également être capable de détecter les signaux faibles annonceurs des surprises stratégiques.

En réalité, un dirigeant rationnel ne peut se reposer sur une extrapolation des résultats à partir d'une expérience passée de l'entreprise et prolonger ainsi le trend central vers le futur proche. En cas de discontinuité, la courbe représente une opportunité quand elle dévie favorablement. Au contraire, dans le cas défavorable, la courbe correspond à une menace. Il nous faut noter que si l'entreprise ne parvient pas à anticiper les événements soudains, elle trouve rapidement confrontée à des surprises stratégiques heureuses ou malheureuses, soit des menaces dans les cas défavorables, soit des opportunités dans les cas favorables.

A l'opposé des démarches classiques d'identification des menaces externes, telles que celles de la planification stratégique qui dépendent essentiellement des signaux forts, les démarches de H.I. Ansoff (1975) comportent une grande flexibilité pour répondre aux signaux faibles et aux signaux forts que peut précéder une amplification des signaux faibles, en préconisant une « réponse graduelle ». A partir de cela, l'entreprise peut éviter les surprises grâce à la perception de signaux faibles.

Dans son ouvrage intitulé « Implanting Strategic Management », H.I. Ansoff (1974) recommande que l'entreprise puisse disposer d'un « système de radar surveillance » pour détecter les signaux faibles en provenance de son environnement. Selon lui, la surveillance de l'environnement doit être un travail continu qui concerne tous les domaines sous-environnementaux, aussi bien concurrentiel que technologique, économique, social, culturel, législatif et réglementaire ou politique.

Dans la continuité des travaux de H.I. Ansoff, H. Lesca (2003) a remis en cause le terme de "signaux faibles", traduction littérale de "weak signals". Il a pris conscience que la plupart des dirigeants des entreprises ont mal compris ce terme à cause de l'adjectif "faible". Grâce à ses enquêtes, H. Lesca a relevé que ces dirigeants se focalisent principalement sur les signaux forts au lieu de s'intéresser aux signaux faibles. Il semble que le mot "faible" soit mal compris et soit de nature à induire ces dirigeants en erreur. Dans certains cas, un signal est considéré comme faible par les personnes réceptrices capables de le capter et de l'interpréter en fonction de ses apparences et de sa « saisissabilité ». Dans d'autres cas, le signal est potentiellement très fort, en ce sens qu'il peut annoncer quelque chose de très important pour les récepteurs. Pour bien distinguer le terme "signaux faibles" de celui "signaux forts", H. Lesca précise davantage ce que signifie le mot "faible" par une qualification des caractéristiques :

- Le signal est faible car il est issu d'informations fragmentaires. Dans ce contexte, les récepteurs ne détiennent pas d'informations complètes sur l'événement qu'ils souhaitent facilement anticiper. En fait, ils ne disposent que d'un fragment d'information à partir duquel ils pourront se risquer à faire des inductions dans une démarche de type holistique, même si les signaux faibles sont en très petit nombre.

- Le signal est faible car il est noyé, disséminé dans une multiplicité d'informations inutiles. Ces informations font bruit au sein de la communauté des récepteurs. Cela les conduit à avoir une vision faible de ce signal. En conséquence, les récepteurs risquent d'ignorer ou de négliger ce signal.

- Le signal est faible car il comporte une signification apparente ambiguë. H.Lesca pense que "une information de « type signal faible » est peu parlante en elle-même ou, au contraire, trop ambiguë". Autrement dit, elle ne contient pas un lien de cause à effet évident. Face à de tels constats, H.Lesca souligne l'importance d'avoir une méthodologie pour identifier et décrypter un "signal faible"

- Le signal est faible car il est probablement non attendu, non familier, peu répétitif, par là même, susceptible de ne pas être aperçu. En fait, les récepteurs d'informations rencontrent plusieurs difficultés lorsqu'ils doivent faire face à des informations non récurrentes. Cette caractéristique est à rapprocher de ce que nous connaissons sur les biais cognitifs, tant individuels que collectifs.

- Le signal est faible car il porte une utilité apparemment faible. Dans la plupart des cas, relativement à une même information, une première personne peut l'exploiter d'une manière significative pour développer ses réflexions et ses idées, tandis que d'autres autres personnes faisant partie de l'entourage professionnel de la première personne ne trouvent aucun intérêt à cette information. Selon H.Lesca, il semble que cette information ne soit pas utilisée de manière opératoire et que, par conséquent, son utilité ne soit pas établie.

- Le signal est faible car les récepteurs d'information réalisent la difficulté de la détection de ce signal et sa faible « saisissabilité ». Comme le souligne H.Lesca, "un signal faible nous glisse facilement entre les doigts"

Néanmoins, H.Lesca pense que les weak signals jouent un rôle fondamental dans la veille stratégique anticipative, car ils peuvent comporter une grande utilité potentielle pour les dirigeants disposant de capacités cognitives appropriées en matière de stratégie. En acceptant les propositions de H.I.Ansoff, H.Lesca relève que les informations de ce type peuvent contenir des sens interrompus sous l'effet d'incidences majeures. Si les dirigeants peuvent détecter les informations et les interpréter, ils seront éclairés sur les intentions d'acteurs extérieurs à leurs entreprises (concurrents, clients, fournisseurs, prescripteurs de changements d'une façon générale).

Au demeurant, H.Lesca montre également la cohérence entre les signaux faibles et les capacités d'anticipation: "Or, comble de malchance, il est très probable que plus une information a un caractère anticipatif, annonciateur, plus cette information a les *caractéristiques d'un signal faible telles que mentionnées ci-dessus*. Et inversement, plus une *information est de signification et d'accès évidents*, moins cette information sera probablement anticipative."

Dans le monde financier, les investisseurs sont souvent se confrontés à de nombreux événements incertains qui peuvent les conduire à prendre des décisions irrationnelles. Les investisseurs peuvent alors subir des conséquences graves suite à de mauvaises décisions. Ainsi, la plupart des investisseurs souhaitent développer leurs capacités d'anticipation des événements incertains.

A titre d'exemple, dans la pratique, les investisseurs se fondent sur leurs expériences et sur les données du passé pour leurs anticipations sur la courbe centrale des titres des entreprises qui les intéressent. Toutefois, comme les dirigeants des entreprises cibles, les investisseurs ont du mal à prévoir réellement l'évolution de la courbe de ces titres en ignorant la discontinuité de l'environnement. En réalité, la discontinuité provient souvent de changements brusques de l'environnement. Ces derniers peuvent être liés aux changements stratégiques des entreprises ciblées et aux changements issus de l'environnement extérieur. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent trouver des opportunités d'investissement favorables lorsque la courbe dévie dans le sens favorable. Au contraire, ils peuvent être confrontés à des menaces si cette courbe évolue dans un sens défavorable. Rappelons que les investisseurs demeurent souvent à l'extérieur des entreprises ciblées. Ils sont confrontés souvent à une *asymétrie d'information* entre les investisseurs et les parties prenantes (les dirigeants des entreprises ciblées, leurs fournisseurs, leurs clients, leurs concurrents, leurs salariés...) lorsqu'ils veulent collecter des informations pertinentes. Dans certains cas, comme les dirigeants des entreprises concernées, les investisseurs ne parviennent pas à collecter l'information issue des parties prenantes. Ces dernières ne veulent pas diffuser d'informations auprès du public pour des raisons évidentes d'intérêts personnels. Cela conduit les investisseurs à ne pas percevoir les changements soudains de l'environnement. Dans d'autres cas, les parties prenantes diffusent très peu d'informations avec les caractéristiques de signaux faibles telles que définies par H.Lesca. Dans ce contexte, il est impossible pour les investisseurs de détecter la discontinuité de l'environnement des entreprises ciblées. Toutefois, il faut noter que si les investisseurs ne parviennent pas à anticiper des événements incertains, ils se trouveront confrontés à des surprises stratégiques émanant des entreprises visées, soit favorables, soit défavorables. Aussi, pour éviter des surprises dans le monde financier, les investisseurs, notamment les gérants de portefeuilles, doivent développer leur capacité de détection d'informations quasi imperceptibles ou de signaux faibles émis sur les marchés financiers.

En réalité, le concept de « signal faible » est encore récent et méconnu de la communauté financière. En effet, nous ne trouvons aucun article dans le domaine financier abordant la liaison entre les signaux faibles en provenance de l'environnement et les anticipations sur une évolution tendancielle des cours. D'ailleurs, il n'existe pas de formation officielle concernant ce sujet qui serait enseignée dans des universités. Dans la pratique, les investisseurs utilisent les méthodes de l'analyse technique pour formuler des anticipations sur les évolutions tendancielle des cours. Il faut rappeler que ces méthodes émanent de la théorie financière conventionnelle. Tant que cette dernière se développe dans un cadre micro-économique purement théorique, l'entreprise est ignorée en tant qu'organisation. Le socle classique de la théorie financière la conduit en effet à insister de façon privilégiée sur le rôle des marchés de capitaux. En conséquence, l'entreprise n'y apparaît pas dans sa réalité institutionnelle et

sociale. Elle ne constitue qu'un lieu de calcul économique mettant en jeu une fonction de production et les comportements d'investisseurs qui interviennent en tant qu'acquéreurs, cessionnaires ou vendeurs d'actifs financiers. Ainsi, les méthodes d'analyse technique se basent sur des graphiques boursiers et des analyses purement quantitatives. Elles permettent aux investisseurs d'exprimer des prévisions par une simple extrapolation de leurs expériences et des données du passé. Dans le cadre de ces méthodes, les investisseurs utilisent souvent le mot « signal » pour décrire des scénarios d'évolutions possibles des cours des titres. En vérité, le terme de « signal » de l'analyse technique conventionnelle doit être scrupuleusement distingué du concept de « signal faible » conçu par les tenants de l'intelligence économique.

Au demeurant, ces prévisions quantitatives se fondent sur des séries historiques de prix et sur une psychologie ambiante des communautés d'investisseurs. Autant dire que ces méthodes n'incitent nullement les investisseurs à détecter les surprises du changement de réalité. En outre, les modèles mathématiques utilisés qui reposent principalement sur des lois gaussiennes de distribution normale sont inaptes à intégrer des événements radicaux, imprévus et d'un fort impact, comme l'expliquent avec pertinence certains auteurs comme Benoît Mandelbrot (2004). Dès lors, nous pouvons comprendre facilement les raisons pour lesquelles les investisseurs peuvent ignorer systématiquement les phénomènes de discontinuité de l'environnement des entreprises.

Face à de telles constations, il semble justifié, sur le plan heuristique, de s'inspirer des propositions de H.I. Ansoff et de H. Lesca dans le but de promouvoir une méthode de détection et d'interprétation des signaux faibles en provenance de l'environnement des entreprises, méthode susceptible d'une utilisation opérationnelle par les investisseurs.

La notion de « Competitive Intelligence » selon M.E. Porter (1980)

A la fin des années 1970, la plupart des entreprises ont dû faire face à un contexte de compétition de plus en plus rude, ce qui a entraîné un renouvellement de l'analyse concurrentielle dans le but de garantir la pérennité des entreprises.

Michael Porter, chercheur en stratégie de l'entreprise et en économie industrielle à la Harvard Business School, a mis en avant l'importance d'une meilleure compréhension de l'environnement compétitif lorsque les principaux protagonistes, tels que les dirigeants ou les actionnaires, veulent élaborer une stratégie d'entreprise efficace. On peut, à cet égard, citer les deux contributions décisives de cet auteur intitulées *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors* (1980) et *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance* (1985).

Porter démontre l'importance de la compréhension de l'environnement compétitif lorsque les acteurs économiques (les dirigeants, les actionnaires) veulent élaborer une stratégie d'entreprise efficace. Pour ce faire, l'auteur pense que les entreprises ont besoin de formaliser les processus de surveillance de leurs compétiteurs. Il propose également des outils et des techniques permettant d'établir les *competitive advantages* ou avantages concurrentiels.

Il s'agit, en premier lieu, de l'analyse de la « chaîne de valeur » que les acteurs économiques utilisent pour évaluer l'ensemble des activités d'une entreprise, depuis les fonctions de conception jusqu'aux activités de distribution. Cette étude leur permettra de déterminer ses forces, ses faiblesses et l'intensité de la compétition dans chacune de ses fonctions.

Outre la "chaîne de valeur", les dirigeants et les managers de l'entreprise peuvent utiliser l'analyse de "cinq forces" fondamentales pour mieux comprendre la nature et la vitalité de leur activité : le pouvoir de négociation des clients ; la menace de nouveaux entrants sur le marché ; le pouvoir de négociation des fournisseurs ; les produits de substitution en relation avec les risques liés aux évolutions technologiques et la concurrence intra sectorielle.

Selon Porter, l'entreprise doit disposer d'une base de connaissances suffisante portant sur les différents concurrents. A partir de cela, elle peut renforcer sa position concurrentielle. De plus, il insiste sur le fait que les entreprises doivent traiter une quantité d'informations particulièrement importante pour acquérir une connaissance approfondie des forces concurrentielles. Pourtant, ces informations ne sont pas faciles à traiter à cause de la variété des sources et de la fragmentation de ces informations. A partir de cela, les dirigeants ou les managers ont besoin de mettre en place des systèmes d'intelligence au sein même de leurs entreprises. Selon Porter, ces structures permanentes leur permettent de collecter, de classer et d'analyser les informations pertinentes avant de les communiquer aux sphères décisionnelles que l'auteur nomme "competitor intelligence system". Il indique que ces structures sont utilisées non seulement pour collecter des données mais aussi pour déterminer les stratégies des entreprises concurrentes, établir leur capacité d'adaptation aux évolutions stratégiques de la firme, déterminer leurs orientations face aux changements sectoriels et suggérer des réactions possibles aux événements extérieurs. Ces structures permanentes sont censées effectuer des démarches proactives et anticipatives allant bien au-delà d'actions purement réactives.

A travers cette approche, Porter privilégie le processus d'intelligence concurrentielle davantage que la collecte de l'information sur les concurrents. En fait, il faut noter qu'il y a deux étapes dans cette approche: en premier lieu le traitement, le classement et la synthèse de données et en second lieu la communication des informations aux spécialistes de la stratégie. De plus, Porter établit que le processus de "competitive intelligence" doit entretenir une relation stricte avec le processus d'élaboration de la stratégie.

En réalité, on a pu constater que des entreprises de plus en plus nombreuses établissent désormais des structures formelles d'intelligence en s'inspirant des recommandations de Porter. Cela explique la forte orientation concurrentielle des structures d'intelligence dans le contexte actuel. D'ailleurs, de nombreuses écoles de commerce ont rapidement enseigné les modèles proposés par Porter dans leurs formations au marketing et à la stratégie, ce qui atteste la réalité de la consécration académique.

Dans le domaine financier, les investisseurs et les gérants des portefeuilles s'intéressent en priorité à la viabilité des entreprises qu'ils étudient dans leur processus d'investissement. A cet

égard, se pose une question préalable : "Comment déceler efficacement les risques ou les opportunités offerts par une entreprise dans contexte concurrentiel de plus en plus rude?". Pour ce faire, les investisseurs doivent déterminer le positionnement concurrentiel de l'entreprise concernée, ce qui leur impose d'acquérir une réelle compréhension de l'environnement. Les investisseurs rencontrent alors les mêmes difficultés que les dirigeants de l'entreprise cible, en l'occurrence la variété des sources et la fragmentation des informations. De plus, les investisseurs demeurent généralement à l'extérieur de l'entreprise avant de prendre leur décision d'investissement. De ce fait, il y a toujours une asymétrie de l'information entre les dirigeants de l'entreprise cible et les investisseurs. Parfois, ces derniers ont du mal à acquérir des informations pourtant disponibles à l'intérieur de l'entreprise parce que les dirigeants qui disposent de ces informations ne veulent pas les partager puisqu'ils en retirent des bénéfices personnels. Ainsi, ils ne parviennent pas à déterminer avec clarté et durablement les orientations ou les évolutions de la stratégie des entreprises ciblées dans un contexte concurrentiel. Une telle situation est évidemment génératrice de risques, ce qui rend d'autant plus nécessaire de disposer d'un système opérationnel d'intelligence. En réalité, les investisseurs peuvent s'inspirer de l'analyse des "cinq forces" de Porter afin de développer des systèmes opérationnels d'intelligence.

L'émergence du concept de vigilance et les apports de J.M. Oury (1983)

La première définition de la vigilance est présentée dans l'ouvrage " Temps et Vigilance" de Raymond Duval (1990). Selon l'auteur, la vigilance est une activité qui consiste à réagir face à l'imprévisible. "L'homme éveillé peut réagir à n'importe quel signal inhabituel comme au moindre événement de son entourage immédiat avant même qu'il n'ait eu le temps de savoir et d'identifier ce qui arrive" (Duval, 1990, p. 7).

En 1983, l'économiste J.M. Oury fut le premier à s'inspirer d'exemples techniques concrets qui permettent aux avions de voler sans danger pour les appliquer au domaine économique. Dans son ouvrage intitulé « Économie politique de la vigilance », l'auteur pense que "rien ne fonctionne sans vigilance". Ce sujet a attiré l'attention de nombreux chefs d'entreprises et hommes politiques. Dans cet ouvrage, Oury indique qu'une carence de vigilance peut engendrer des dangers pour les entreprises.

Cet auteur formule son approche de la vigilance en reprenant la métaphore du soldat guetteur. L'attention de ce soldat résulte d'une focalisation ou d'une immobilisation de la perception sur un objet lors d'une surveillance. A partir de cela, J.M. Oury mesure l'efficacité de la vigilance en termes d'attente, de représentation de l'événement attendu, de recherche des signes qui l'annoncent et de l'élaboration d'une réponse adéquate permettant de tirer parti de cette détection.

Pour employer la rhétorique de Taleb, dans l'Extremistan, les phénomènes extrêmes deviennent récurrents, ce qui amènent les investisseurs à ignorer certaines réalités et ce qui accroît les risques d'erreurs en matière de collecte et de traitement de l'information. Pour détecter ces dangers et par conséquent circonscrire les catastrophes, la vigilance doit devenir

permanente et imprescriptible. Si des signes même faibles sont détectés, de nouveaux scripts doivent être élaborés et comparés aux scénarii précédents des événements afin de déterminer une orientation efficace.

Selon J.M.Oury, la vigilance est considérée comme une activité qui exige en permanence de l'observation et de l'interrogation. Dans son approche sur le concept de vigilance, cet auteur en souligne le caractère dynamique et parfois inventif, confronté à un environnement en mouvement permanent. Dès lors, il estime que la vigilance se rapproche davantage de la notion d'intelligence que de la notion de veille.

L'émergence du concept de surveillance et les apports de R.A. Thietart (1984) et de H. Lesca (1986)

Dans la continuité des travaux de M.E.Porter(1980), R.A.Thietart (1984) met l'accent sur l'importance de l'activité de surveillance de l'environnement des entreprises pour la conduite d'une stratégie efficace. « L'un des points clés d'une formulation efficace de la stratégie est le développement et l'utilisation d'un système de surveillance de l'environnement concurrentiel », écrit-il. Selon l'auteur précité, cette activité consiste à rechercher des informations sur l'environnement et à les analyser. Elle permet aux entreprises d'anticiper les opportunités de développement et de contrer les menaces. A partir de cela, les entreprises peuvent réagir aux changements de l'environnement d'une façon rapide.

R.A Thietart (1984) définit le processus de surveillance comme « un processus dynamique qui se renouvelle sans cesse et qui se nourrit de l'ensemble des données provenant des différentes sources auxquelles l'entreprise peut avoir recours ».

Cet auteur présente par ailleurs un modèle de surveillance de l'environnement d'une entreprise que synthétise la figure suivante. Est ainsi mise en évidence l'existence d'une phase d'analyse et de traitement des informations collectées au sein d'un processus de surveillance. Thietart pense que les informations collectées doivent être analysées pour que les décideurs puissent utiliser les éléments nécessaires afin de mener une action stratégique rapide.

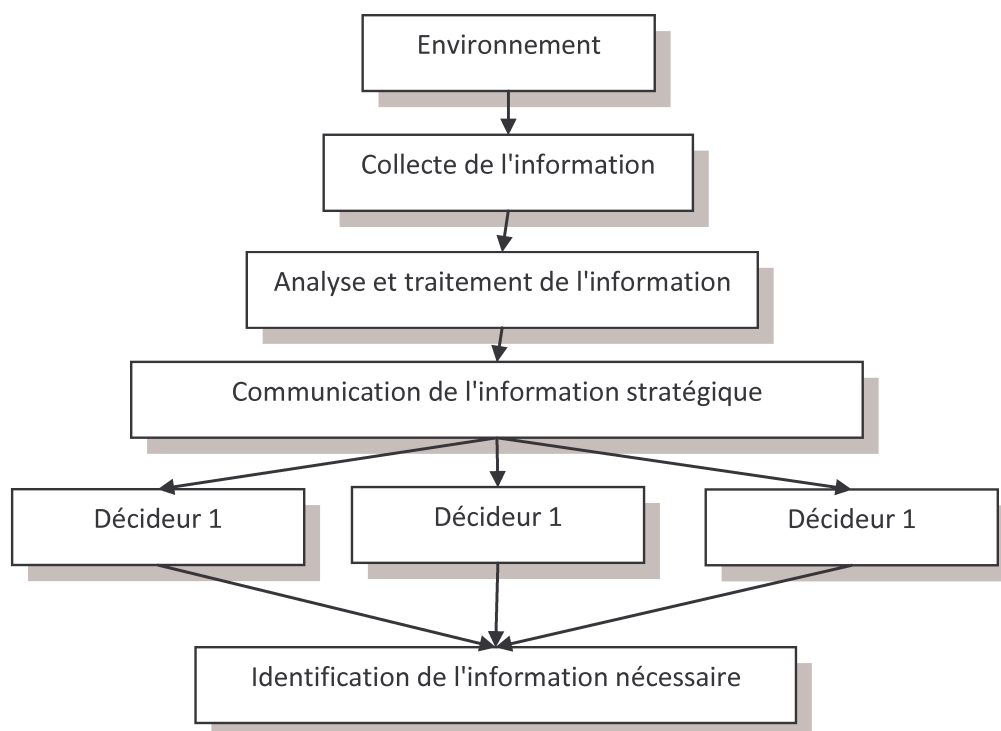


Figure 15 : Le processus de surveillance de l'environnement, R.A. Thietart (1984)

Par ailleurs, nous devons également signaler la contribution de H.Lesca (1983) portant sur la notion de surveillance de l'environnement. Dans ses travaux, H.Lesca souligne l'importance de la gestion de l'information, surtout celle de l'information stratégique pour le décideur. Selon G.Marteau et H.Lesca (1986), la surveillance de l'environnement est définie comme "le processus par lequel l'entreprise scrute l'environnement pour s'y adapter et survivre".

Dans le domaine de la finance, la surveillance de l'environnement doit être une composante importante des processus d'investissement. En effet, les investisseurs doivent rechercher des informations relatives aux entreprises ciblées lorsqu'ils envisagent d'acquérir leurs titres. Confrontés à de multiples incertitudes, les investisseurs doivent suivre une démarche continue de surveillance afin de détecter les éventuels « signaux faibles » avant-coureurs d'un changement de tendance. Cette activité doit permettre aux investisseurs de déceler les opportunités ou les menaces de manière rapide. A partir de cela, ils peuvent réagir de manière efficace aux changements survenus dans l'environnement.

Le renouvellement du concept de veille (1985-1988)

Le concept de veille a été formulé pour la première fois, d'une manière méthodologique et opérationnelle, par des chercheurs français au cours des années quatre-vingt.

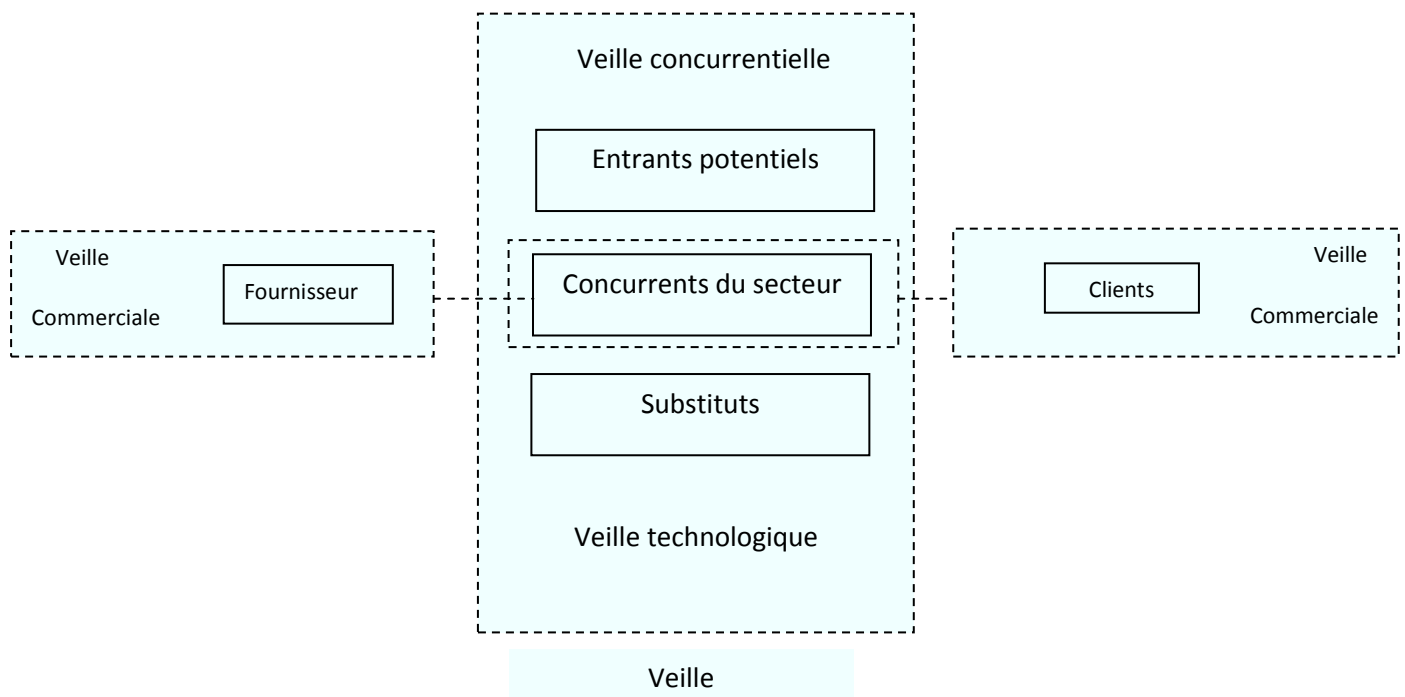


Figure 16 : Les cinq forces qui commandent la concurrence au sein d'un secteur selon M.E. Porter et les quatre types de veille associés, B. Martinet & J.M. Ribault (1989)

A partir des propositions initiales de M.E.Porter (1980) et selon B. Martinet et J.M. Ribault (1989), la veille doit être définie comme « une attitude plus au moins organisée d'écoute des signaux provenant de l'environnement de l'entreprise et susceptible de mettre en cause ses options stratégiques ». Cette définition les a amenés à concevoir quatre types de veilles : la veille technologique, la veille concurrentielle, la veille commerciale et la veille environnementale.

-La veille concurrentielle concerne exclusivement les concurrents actuels et potentiels de l'entreprise.

-La veille commerciale se focalise plus particulièrement sur les clients, les produits, les marchés et les fournisseurs.

-La veille technologique vise à rechercher des informations ayant trait aux acquis scientifiques, techniques et technologiques.

-La veille environnementale concerne les aspects culturels, politiques, sociétaux et contextuels au sens large.

Selon F.Jakobiak (1992) " la veille technologique est l'observation et l'analyse de l'environnement suivies de la diffusion bien ciblée des informations sélectionnées et traitées, utiles à la prise de décision stratégique. Il faut préciser qu'en dépit de l'adjectif qui

accompagne le mot veille, celle-ci concerne aussi bien les informations scientifiques que techniques, technologiques, technico-économiques ou économiques"

La veille doit donc être conçue comme une surveillance globale et intelligente de l'environnement de l'entreprise en quête d'informations factuelles porteuses d'avenir.

En réalité, les entreprises ainsi que les administrations considèrent les différents types de veille comme des outils permettant l'acquisition de connaissances stratégiques. Pendant le processus de veille, les praticiens ont tendance à conduire essentiellement leurs approches vers la collecte et la création de bases de données plutôt que vers leur analyse à proprement parler. Comme le souligne Cohen (2004) « jusqu'à dans les années 80, c'est sur des outils et des méthodes de recherche et de collecte de l'information qu'on a le plus travaillé ».

Le diagnostic financier de l'entreprise cible constitue la première étape d'un processus d'investissement. Ce diagnostic est mené à l'aide d'indicateurs qui débordent largement le champ de l'information comptable et qui constituent des éléments importants du potentiel de l'entreprise concernée. Toutefois, dans son ouvrage « Analyse financière », Elie Cohen (2004) montre que les documents comptables ne peuvent pas s'adapter à tous les besoins informationnels des analystes financiers, notamment les gestionnaires de portefeuille. Ces documents en effet ne permettent que de constater des situations ou des opérations d'une manière finalement statique et rétrospective ou au mieux contemporaine. Un diagnostic financier rationnel doit certes s'appuyer sur des informations comptables aussi sincères que possible mais il doit aussi dépasser les limites inhérentes à cette source d'information. Il convient donc de pouvoir disposer d'informations extracomptables de caractère qualitatif et quantitatif afférentes à la situation réelle de l'entreprise concernée.

Selon Elie Cohen (2004), le potentiel technique, la qualité des équipements, les savoir-faire, la maîtrise des technologies d'avenir, la qualification des salariés, le niveau de la productivité... constituent des facteurs qui déterminent le changement technique au sein de l'entreprise cible. De plus, ces facteurs jouent un rôle important dans l'évaluation de la compétitivité présente et future de l'entreprise et donc de ses performances financières. Cependant, il semble difficile pour les investisseurs de réaliser une évaluation comptable à travers ces facteurs qualitatifs, même si certains d'entre eux peuvent être appréhendés grâce à des indicateurs quantitatifs et parfois monétaires. A partir de cela, nous pouvons envisager l'âge moyen des équipements productifs comme une mesure de leur vieillissement. En outre, un état statistique des effectifs de l'entreprise peut faire apparaître le niveau de qualification des salariés, voire son évolution dans le temps.

Les normes comptables conventionnelles ne permettent qu'une évaluation très approximative du goodwill, c'est-à-dire de la différence entre la valeur d'achat et la valeur économique d'une entreprise. Rappelons, à cet égard, que le goodwill, également qualifié de survalueur ou écart d'acquisition, est appréhendé par la différence entre l'actif du bilan d'une entreprise et la somme de son capital immatériel et matériel selon la valeur du marché. Cette survalueur est de nature à stimuler une évolution future qui découlerait du rachat de l'entreprise concernée.

Ces exemples montrent bien que l'évaluation du potentiel technique des investisseurs exige un large recours à des informations extracomptables. Cela démontre également la nécessité d'une surveillance en terme technologique de l'entreprise cible lors d'un processus d'investissement. Cette activité permet aux investisseurs de déceler les éléments ou les signaux annonciateurs de changements possibles. Notamment, les investisseurs doivent disposer d'une capacité d'explication de ces signaux et d'une compréhension de leur évolution dans le temps afin d'en comprendre la signification réelle. Une telle démarche est pleinement constitutive d'une veille technologique.

Par ailleurs, les investisseurs ont besoin de disposer d'une évaluation du potentiel commercial de l'entreprise cible qui échappe complètement aux résultats conventionnels de la comptabilité. Outre les données comptables de caractère quantitatif, ils ont du mal à détecter des renseignements extracomptables en termes qualitatifs. Ces informations extracomptables sont souvent partielles et elles ne sont reflétées que de façon très indirecte et imprécise. Par exemple : la qualité de la gamme et des différents produits, la consistance du réseau de distribution, la position concurrentielle sur le marché, le niveau relatif des prix, les performances de la force de vente, les relations avec la clientèle, la qualité de l'image de l'entreprise et de ses produits, les caractères de la communication publicitaire. De tels éléments ont souvent une importance cruciale, ce qui requiert la mise en place d'un système de surveillance afin de détecter les signaux révélateurs d'un éventuel changement. Une telle préoccupation est pleinement constitutive d'une veille commerciale.

Les performances d'une entreprise sont par ailleurs fortement dépendantes de la qualité de l'organisation et de la gouvernance de ladite entreprise. Il faut constater que les informations de ce type, de nature essentiellement qualitatives, sont peu diffusées au sein du public : capacités de l'équipe de direction, adéquation du système de gestion, qualité des relations de travail...Elles fournissent aux investisseurs des indications tout à la fois imprécises et fractales, suivant le néologisme de Mandelbrot. Il est opportun pour les investisseurs de disposer d'un système de surveillance de la gouvernance de l'entreprise cible afin de repérer les éléments annonciateur d'un changement possible. Une telle préoccupation est pleinement constitutive d'une veille organisationnelle.

Ces développements illustrent le caractère composite et complexe des activités de veille qui requièrent des renseignements extracomptables objectifs mais dont l'interprétation peut être fortement entachée de subjectivité, par référence notamment à d'éventuels signaux faibles.

L'affinement du concept de veille : la veille stratégique

Sous l'expression générique de "veille stratégique", on retrouve différents concepts différenciés mais aussi parfois contradictoires (T. Atamer, R. Calori et P. Laurent, 1987 ; P.Baumard, 1991 ; H. Lesca, 1991).

Selon H. Lesca (1991)" la veille stratégique désigne l'effort que fait l'entreprise pour être à l'écoute prospective de l'environnement (non pas en calculant des prévisions statistiques mais

en collectant des informations à caractère anticipatif). Il s'agit d'une expression générique englobant diverses formes de veilles telles que la veille commerciale, la veille technologique, la veille concurrentielle (...), la veille politique (...) » Cependant, dans son ouvrage sur la « Veille anticipative », l'auteur préfère l'expression « l'écoute prospective de l'environnement » à l'expression « veille stratégique ».

En 1992, H. Lesca a présenté une modélisation cyclique du processus en distinguant les quatre phases suivantes:

- La phase de ciblage dont l'activité est de définir la partie de l'environnement que l'entreprise a décidé de mettre sous surveillance ou de scruter. Le ciblage peut consister également à préciser les acteurs et les thèmes à surveiller, ainsi que les sources d'informations à mettre en œuvre.
- La phase de traque qui consiste à rechercher des informations anticipatives et à désigner la ou les personnes en charge de collecter l'information sur la cible donnée.
- La phase de sélection qui permet de filtrer les informations recueillies en fonction de leur valeur stratégique.
- La phase de création de sens qui vise à reconstituer un "puzzle" c'est-à-dire un ensemble de représentations signifiantes à partir d'informations fragmentaires.

En 1991, P. Baumard a estimé nécessaire de distinguer la veille de l'intelligence économique pour les raisons suivantes : "la veille se différencie de l'intelligence en s'interdisant de modifier l'environnement sur lequel elle exerce une observation continue. Elle a un rôle de détection tandis que l'intelligence a une mission de positionnement de l'entreprise dans l'environnement qu'elle remplit par une stratégie d'influence et de coercition des acteurs de cet environnement (lobbying, propagande, campagne de presse, networking)".

Cette distinction montre que l'Intelligence économique est plus proactive que la veille stratégique. Pourtant, durant cette période, les auteurs français ne semblent pas avoir pris en compte cette distinction, et notamment les actions d'influence de l'IE. A partir de cela, Alain Bloch (1996) devait regretter que la dimension de l'intelligence soit ignorée au profit de la veille dans l'ensemble des entreprises françaises. Il montre que l'intelligence doit intégrer des "actions d'influence" qui s'apparentent à du lobbying pour influencer sur l'environnement de l'entreprise.

Par ailleurs, C. Cohen (2003) pense que l'intégration de la surveillance, de la veille stratégique ou globalement de l'IE permet à l'entreprise d'obtenir des résultats à l'échelle du temps selon les différents enjeux. La proactivité obtenue de chacune de ces approches est située dans un schéma à deux dimensions (le degré de proactivité par rapport au temps et le degré de l'enjeu). Cela s'illustre dans la figure comme ci-dessous

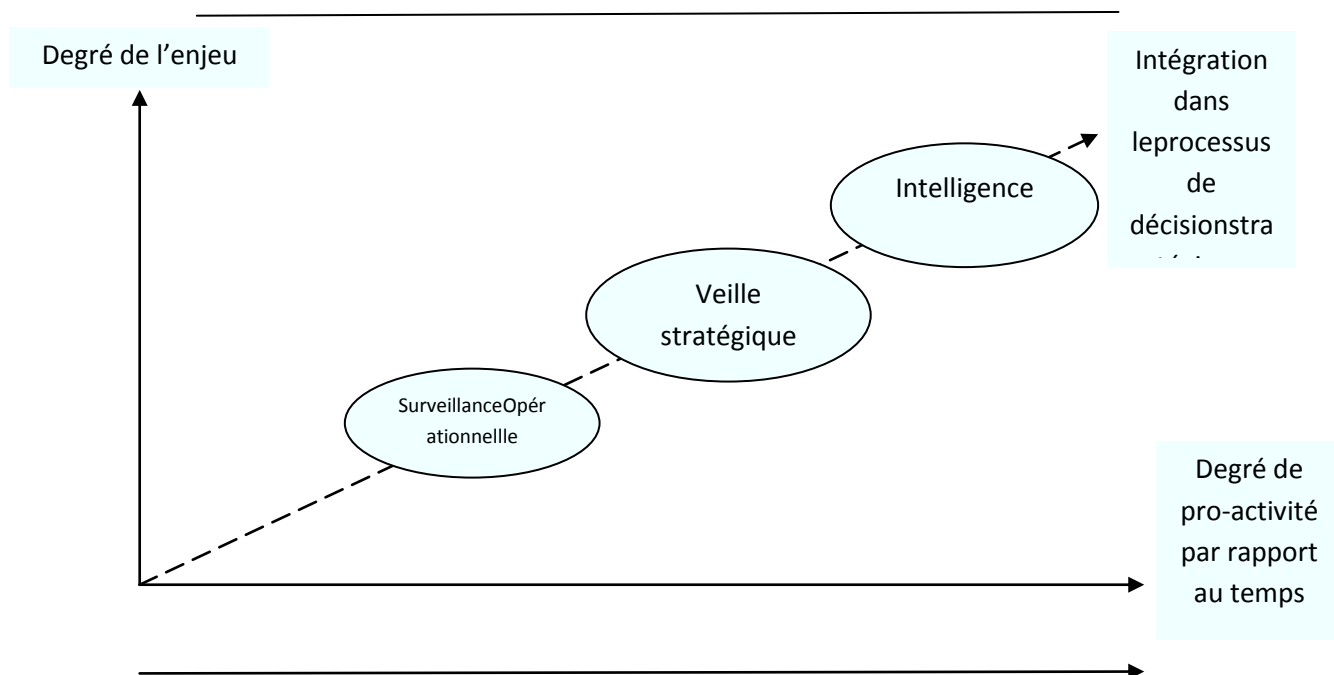


Figure 17: L'évolution de la Surveillance opérationnelle à l'Intelligence inspirée de la figure de C. Cohen (2003)

En conformité avec les propositions de H.Lesca, la mise en place de différentes modalités de veille sur l'environnement de l'entreprise semble correspondre à l'approche de la veille stratégique. Toutefois, il existe toujours des différences de conception de veille entre les dirigeants de l'entreprise et les investisseurs. Ces différences semblent résulter du renouvellement heuristique des théories de l'organisation.

En premier lieu, conformément aux formulations déjà anciennes de la *théorie de l'agence* initialement exprimées par A.A.Berle et G.C.Means (1932), la séparation entre les fonctions de propriétaire et de gestionnaire demeure une réalité structurelle dans les entreprises modernes. En deuxième lieu, contrairement à ce qu'affirme la théorie microéconomique néo-classique, les intérêts de propriétaires ou actionnaires ne convergent pas spontanément avec ceux des dirigeants ou managers. Ainsi, il existe toujours des divergences d'intérêt, voire des conflits qui peuvent conduire les dirigeants à prendre des décisions en matière de gestion non optimales pour les propriétaires ou pour les actionnaires. Les nouvelles approches de la théorie financière et de la théorie des organisations s'appuient sur l'analyse des relations et des conflits d'intérêt entre les différents partenaires au sein des entreprises et des organisations. Cette situation comporte des enjeux informationnels d'importance majeure : des limitations de l'information disponible et des asymétries d'information entre les acteurs (les dirigeants de l'entreprise cible, les investisseurs, les actionnaires), fondement de la plupart des conflits. Ainsi, ces enjeux conduisent les investisseurs à prendre en considération l'importance de l'offre d'informations par l'entreprise cible ou ses dirigeants et celle de la demande d'informations des acteurs internes ou externes, notamment celle de la demande d'informations des investisseurs réels ou potentiels.

Lors de la mise en place d'une veille stratégique, les dirigeants des entreprises bénéficient d'un accès à la plupart des informations internes de leurs entreprises (informations stratégiques, tactiques et opérationnelles). A partir de cela, ils pourront effectuer un diagnostic interne de leurs entreprises qui les aidera à préparer des décisions dont le contenu sera influencé par les conclusions de leurs analystes. L'objectif poursuivi peut alors être de deux ordres.

-En premier lieu, les dirigeants peuvent attendre de ce diagnostic l'identification et l'explication de difficultés effectives ou potentielles auxquelles ils souhaitent apporter des réponses curatives ou préventives. Dans ce cas, ils réalisent un diagnostic interne dans une perspective défensive.

- En second lieu, le diagnostic peut être utilisé par les dirigeants dans une perspective offensive. Dans ce cas, ils peuvent apprécier les marges d'action de leurs entreprises pour préparer des projets stratégiques (un investissement majeur, une acquisition d'entreprise, un rapprochement avec un partenaire) ou tactiques (la négociation avec un client ou un fournisseur).

Dans certaines situations, les dirigeants utilisent le diagnostic interne afin de pouvoir communiquer des informations à des utilisateurs internes (les représentants du personnel et les salariés par exemple) ou des utilisateurs externes (les investisseurs potentiels sur les marchés des capitaux). En réalité, les informations internes ne sont que rarement diffusées auprès du public car les dirigeants veulent protéger les intérêts des entreprises, ainsi d'ailleurs que leurs intérêts propres, contre les menaces de leurs concurrents ou éventuellement de l'administration fiscale.

Pour ces raisons, il est souvent très ardu pour les investisseurs d'accéder à des informations internes à l'entreprise car ils se situent à l'extérieur de cette entité. . Les informations reçues de l'entreprise cible ou des dirigeants sont souvent partielles, hétérogènes ou périmées. Comme le note Elie Cohen (2004), « la transparence des conditions dans lesquelles les transactions doivent être conduites demeure encore et toujours limitée ».D'ailleurs, les investisseurs doivent souvent payer des commissions élevées à des sociétés d'informations pour connaître la situation exacte de l'entreprise cible. Ainsi, les investisseurs rencontrent de nombreuses difficultés lorsqu'ils effectuent des diagnostics internes de manière efficace pour connaître les changements possibles à l'intérieur de l'entreprise cible. Dans un tel contexte, ils peuvent effectuer un diagnostic externe de l'entreprise cible pour arrêter leurs décisions d'investissement (acheter, vendre ou maintenir les titres). Certains praticiens pensent que pendant les processus de diagnostic externe de l'entreprise, les investisseurs peuvent s'inspirer des procédures que les banques utilisent pour étudier les demandes de crédit qui leur sont soumises. Ces procédures exigent des banquiers qu'ils prennent en compte diverses variables extra financières (fortune personnelle des propriétaires de l'entreprise emprunteuse, possibilité de prendre des sûretés...). Cependant, il manque encore aux investisseurs une méthodologie de mise en place d'une veille stratégique de l'entreprise cible depuis l'extérieur d'une manière opérationnelle. A travers la proposition de H.Lesca sur la modélisation

cyclique du processus de veille stratégique, nous avons intérêt à développer une méthodologie de mise en place d'une veille stratégique de l'entreprise cible depuis l'extérieur. Cette méthodologie sera présentée ultérieurement dans notre thèse.

Le concept de signe d'alerte précoce selon Humbert Lesca (2001)

Les récepteurs d'informations s'intéressent à la signification et la fiabilité des informations que les émetteurs diffusent au sein du public. Néanmoins, cela dépend directement de l'intention de ces émetteurs et de leurs objectifs. Tenant compte de cette réalité, H.Lesca a remis en cause l'utilisation du mot "signal" dans l'expression "signal faible". Selon lui, le mot "signal" ne convient pas pour définir la situation à laquelle sont confrontés les récepteurs d'informations. En effet, les émetteurs peuvent envoyer intentionnellement un signal à travers ces informations. Mais, ces informations, ne sont pas nécessairement les informations les plus utiles ou celles qui suscitent le plus d'intérêt auprès des récepteurs. H.Lesca souligne que les récepteurs s'intéressent plutôt à des émissions ou à des manifestations involontaires et non délibérées pour anticiper les changements à venir. Dans ce cas, les récepteurs doivent être en capacité de capter des signes, même si leur sens réel est difficile à décrypter. Leur interprétation doit se conformer à une méthodologie appropriée que Lesca essaie de définir par ailleurs.

On comprend, dans ces conditions, les raisons pour lesquelles Lesca a choisi d'utiliser le mot "signe" à la place du mot "signal, précisant par ailleurs un nouveau concept qualifié de « *signed'alerte précoce* », défini comme « une information dont notre interprétation nous donne à penser que pourrait se produire un événement susceptible d'avoir une grande utilité pour les responsables de notre entreprise ». (Lesca - 2001).

Selon H.Lesca, les dirigeants des entreprises peuvent utiliser la veille stratégique pour détecter et capter de tels signes. Il montre que ces signes proviennent de deux sources principales : les sources documentaires (bases de données, publications, internet etc.) et les sources de terrain. Les dirigeants des entreprises peuvent exploiter des informations intéressantes à travers leurs collaborateurs (par exemple les commerciaux, les acheteurs, les techniciens, les chercheurs participants à des colloques ou autre). Ces informations sont acquises par leurs contacts relationnels, par l'observation visuelle, par la lecture de journaux ou des documentations provenant d'autres entreprises...

Néanmoins, l'une des préoccupations des dirigeants des entreprises est de trouver une méthodologie d'exploitation appropriée pour interpréter les signaux faible. Pour ce faire, H.Lesca a proposé une méthode pour transformer un signal faible en un signe d'alerte précoce utile pour l'action. Cette méthodologie permet de produire et de valider ce que H.Lesca appelle des "connaissances procédurales" ou des connaissances pour "savoir faire". Il faut noter que H.Lesca a construit progressivement cette méthode pour exploiter des signaux faibles à travers ses retours d'expérience. Ainsi, cette méthodologie est issue plutôt de l'heuristique que des algorithmes. En fait, H.Lesca ne peut pas affirmer que nous pouvons utiliser ces heuristiques dans tous les cas possibles et imaginables. Il s'agit néanmoins de

pistes de réflexion et d'action permettant de détecter des opportunités ou d'éventuelles menaces et de réagir avant que n'intervienne un renversement de tendance.

Néanmoins, demeure une question essentielle pour la plupart des investisseurs : comment peut-on détecter des signes faibles constituant des signes d'alerte précoce et avant coureurs d'un changement de tendance, afin d'effectuer les ajustements nécessaires ?

La maturation de l'intelligence économique et les apports L. Favier (1998) et de F. Bulinge (2002)

Il existe maintenant de nombreuses définitions de l'intelligence économique, selon différents points de vue. Selon Corine Cohen (2003), le terme d'"intelligence économique" provient d'une évolution du concept de "scanning". Par ailleurs, L.Favier (1998) et F.Bullinge (2002) ont également proposé deux autres conceptions de l'IE. Selon L.Favier, les auteurs américains se réfèrent à l'application du concept d'IE à la planification stratégique tandis que les auteurs français tendent à utiliser le concept d'IE afin d'intégrer pleinement l'information scientifique et technique aux sciences de gestion.

D'autre part, un modèle de type généalogique a été proposé par F.Bulinge (2002), modèle permettant de montrer la convergence de plusieurs approches scientifiques et méthodologiques vers une synthèse constitutive de l'intelligence économique.

A travers ce schéma, les lecteurs peuvent comprendre la diversité des approches conceptuelles et leurs différences, ainsi que la distinction entre la notion de veille et l'intelligence économique. Comme le note E.S.Antoine (2004) "la veille apparaît dans sa dimension horizontale de production d'information tandis que l'IE apparaît dans son aspect multidimensionnel en intégrant la production de connaissances pour l'action "

Par référence aux propositions de L. Favier et de F.Bulinge sur l'intelligence économique, puis à celles de François Jakobiak sur le cycle de renseignement, il semble acquis que l'implantation d'un système d'intelligence économique dans les sociétés de gestion est désormais indispensable. Les gestionnaires de portefeuille, confrontés à l'instabilité financière chronique d'une économie mondialisée, doivent s'astreindre à collecter des informations, à les archiver, puis à les traiter et à les diffuser en vue d'éventuelles décisions d'investissement.

Section IV: De la théorie à la praxis : les politiques d'intelligence économique dans le monde actuel

Après cette présentation des considérants théoriques qui témoignent de la réalité de l'autonomisation des divers champs thématiques constitutifs de l'intelligence économiques, nous procédons à présent à une description sommaire des différents systèmes en vigueur dans plusieurs pays : Etats-Unis, Japon, Allemagne, France et Chine, avant de prendre en considération la situation spécifique des pays émergents d'Asie et du Vietnam.

1 Les politiques d'intelligence économique dans les grands pays industrialisés

Considérons les exemples significatifs des premières puissances industrielles mondiales qui disposent d'une maturité et d'une importante expérience acquise en la matière. : Etats-Unis, Japon, Allemagne, France.

A. La situation des Etats-Unis d'Amérique

Les Etats-Unis ont développé une stratégie de domination fondée sur quatre axes principaux : militaire, technologique, économique et culturel. Les axes militaire et technologique sont étroitement corrélés entre eux, tandis que les axes économique et culturel sont également étroitement corrélés entre eux. La composante monétaire est déterminante par référence à l'axe économique, du fait du rôle international du dollar. L'axe culturel se fonde sur la domination américaine en matière de softpower (cinéma, musique...) et surtout sur la suprématie de la recherche américaine, que ce soit dans le domaine fondamental ou appliqué. Mentionnons le rôle capital des universités, de think tanks particulièrement influents, des entreprises transnationales et de multiples officines ou lobbies. Dans ce contexte, la « sécurité nationale » s'identifie pleinement à la « sécurité économique ».

B. La situation du Japon

Au Japon, l'intelligence économique est étroitement gérée et contrôlée par le Ministère du Commerce International et de l'Industrie (MITI), sur la base de la « globalisation », c'est-à-dire la nécessité de protéger simultanément le marché intérieur et de favoriser la croissance des exportations. Le marché japonais demeure d'un accès très difficile aux productions étrangères, tandis que de grandes firmes nippones s'imposent sur les marchés mondiaux de l'électronique et de l'automobile. Le système d'intelligence économique se décline suivant sept paradigmes stratégiques qui concernent les entreprises et les pouvoirs publics :

- 1) Une approche globale et locale des marchés.
- 2) Des politiques de pénétration commerciale adaptée au contexte économique.
- 3) Une politique d'information très sélective suivant un système quotidien de reporting au niveau des grandes entreprises.
- 4) Des stratégies intégrées et coordonnées des grands conglomérats industriels.
- 5) Des stratégies économiques essentiellement orientées vers le long terme.
- 6) Une diffusion sélective de l'information suivant les niveaux de décision.
- 7) Des programmes intensifs de formation internationale des cadres d'entreprise.

C. La situation de l'Allemagne

En Allemagne, le système d'intelligence économique se fonde sur les structures fédérales de l'Etat, avec une coordination à trois niveaux interdépendants : administrations, entités financières et industries. Ce mode d'organisation original a permis des alliances étroites entre les entités financières et les industries, alliances auxquelles participent souvent les syndicats. Ce schéma organisationnel a conduit aux résultats suivants :

- Une concertation permanente entre des communautés et des professions différentes, en l'occurrence notamment entre les banques et les groupes industriels.
- Une approche coordonnée et flexible des différents marchés.
- Une utilisation efficace des réseaux internationaux constitués par les émigrés allemands.
- Un principe de recherche systématique des intérêts allemands, avec des comportements de préférence nationale qui stimulent les activités d'intelligence.

D. La situation de la France

En France, l'intelligence économique est considérée comme une « question d'Etat », comme l'affirme le Rapport Carayon, présenté en 2004 par le député Bernard Carayon devant les instances de l'Assemblée Nationale, sous le titre « Stratégie de Sécurité Economique Nationale ».

Citons ledit rapport : *« Depuis deux décennies, notre pays est entré, sans en avoir nécessairement conscience, dans l'ère de la société d'information. Outre la qualité des personnes, la production de la richesse nationale repose aujourd'hui sur une masse d'informations juridiques, financières, commerciales, scientifiques, techniques, économiques et industrielles. Les menaces qui pèsent sur notre cadre productif ont également évolué. Ces menaces sont à présent plus diffuses... Une exacerbation de la concurrence internationale transforme les informations stratégiques en une véritable question de guerre économique ».*

Le système français, au fil du temps, a fait preuve de ses capacités d'adaptation, en intégrant des agences étatiques, des entreprises leaders en matière d'intelligence stratégique et les Chambres de Commerce qui s'efforcent de promouvoir les intérêts français à l'intérieur comme à l'extérieur du pays. Il s'agit d'une structure verticale linéaire de « haut en bas », moins complexe que la structure japonaise. La structure française se fonde à la fois sur un soft power et un hard power.

- Un Soft Power qui s'appuie sur le rayonnement culturel et la francophonie présente dans 58 pays.
- Un Hard Power qui découle de la puissance industrielle et des capacités militaires de la **France**.

2 Les politiques d'intelligence économique en Asie

Considérons les situations spécifiques de la Chine et des pays émergents d'Asie du Sud Est.

A. La situation de la Chine

La Chine dispose maintenant d'un système d'intelligence économique structuré suivant plusieurs axes :

-Le système d'intelligence économique en Chine est centré sur la recherche des informations en provenance de propriétés juridiquement intangibles (propriété intellectuelle, licences de fabrication...), ce qui vaut à ce pays de fréquentes accusations d'espionnage industriel.

-Le système chinois d'intelligence économique est structuré par des réseaux de dirigeants d'entreprises chinoises de dimension multinationale qui œuvrent avec de grandes sociétés, en diffusant les technologies, les services et les conseils.

-Ce système intègre de nombreux fonctionnaires formés en cyber sécurité défensive et offensive, en étroite coopération avec les institutions scientifiques et universitaires.

-Ce système est à la fois décentralisé et hiérarchisé par des structures de contrôle transversales et étroitement liées à la Défense nationale.

-Ce système remplit une mission prioritaire de protection des industries stratégiques et militaires.

Cependant, les pratiques chinoises sont souvent dénoncées devant les instances internationales, notamment l'OMC, par les Etats-Unis et le Royaume Uni.

B. *La situation des pays d'Asie du Sud-Est*

Dans tous les pays émergents, l'acquisition de technologie implique un transfert qui doit aller au-delà d'un simple mimétisme et aboutir à un apprentissage résolu et innovant.

Pour comprendre l'évolution des tendances récentes, nous pouvons nous référer aux politiques d'intelligence économique dans certains pays de l'Asie du Sud-Est, largement impulsées par les pouvoirs publics.

-A Singapour, la société Servtouch WYWPte Ltd est une des sociétés les plus novatrices en matière d'intelligence économique. Elle prodigue des conseils et une aide à la gestion dans une multitude d'activités de hautes technologies, notamment l'électronique grand public, avec une importante activité commerciale. Ce groupe, dont le capital social dépasse le milliard de dollars, intègre 76 sociétés.

-A Taiwan, l'interventionnisme public s'emploie à promouvoir l'information scientifique et technique sur les marchés mondiaux et sur la concurrence. En parallèle, le gouvernement a pris en considération le développement de sources d'informations publiques ou semi-publiques de haut niveau. A partir de cela, il peut fournir des données mondiales relatives aux technologies et aux projets de management.

-En Indonésie, le Center for Information and Development Studies (CIDES) est un organisme public d'expertise qui bénéficie d'un ample réseau de coopération internationale (Etats-Unis, Allemagne, Singapour, Malaisie...).

3 L'intelligence économique et les contraintes du développement : la situation du Vietnam

Au Vietnam, après les années difficiles de l'après-guerre et l'adoption d'orientations résolument nouvelles au cours des années 90, les pouvoirs publics semblent avoir pris conscience de la nécessité d'une réflexion sur le développement intégrant une prise de conscience des enseignements de l'intelligence économique.

Néanmoins, cette prise de conscience demeure pour le moment confinée aux déclarations d'intentions et ne semble pas avoir réellement suscité d'initiatives concrètes.

A. Du Doi Moi à la prise de conscience de l'utilité de l'intelligence économique

Après trois décennies de guerre, le Vietnam se trouvait confronté au début des années quatre-vingt aux réalités cruciales d'une société traumatisée et d'une économie exsangue et délabrée.

En 1986, alors qu'apparaissaient les premiers stigmates de la famine dans les zones urbaines et suburbaines, le sixième congrès du Parti Communiste adopta une nouvelle charte économique dite Doi Moi visant à restaurer une économie de marché et à consacrer la sortie définitive d'une économie de guerre qui avait prévalu depuis la réunification de 1975.

Sans remettre en cause la nature socialiste du régime et la finalité doctrinale du communisme, cette nouvelle orientation s'inspirait fortement des réformes économiques adoptées en Chine en 1978, visant à instaurer une « économie socialiste de marché » (qiaige kaifang), après la fin de l'ère maoïste et le retour au pouvoir de Deng Hsiao Ping.

Après de nombreuses hésitations et des faux-pas, la politique d'ouverture et de libéralisation s'imposa définitivement au cours des années 90, d'autant plus qu'avec l'effondrement de l'URSS en 1991, le régime vietnamien avait perdu définitivement sa référence soviétique.

La décennie 90 restera dans l'Histoire celle du non retour et des transformations structurelles décisives, avec une ouverture irréversible aux échanges internationaux, une pénétration des investissements étrangers, la création de zones franches d'exportation et une forte croissance, malgré la persistance de l'hyperinflation et de la dollarisation.

Entre 2002 et 2010, avec une croissance annuelle moyenne de 7.9%, le produit intérieur brut du Vietnam a été multiplié par trois. En 2010, le revenu par habitant se situait à 1600 dollars tandis que durant la même période les investissements directs étrangers passaient de 2 milliards à 10 milliards de dollars.

Dès 1997, dans le contexte du Doi Moi et après son huitième congrès, le Parti Communiste a affirmé la nécessité d'une prise en considération de l'intelligence économique comme un instrument majeur de la politique de développement.

A cet égard, l'ouvrage de Christian Harbulot : « Technique offensive et guerre économique », publié en 1997, a suscité une attention majeure au Vietnam. Il est apparu que la coexistence d'une économie socialiste et d'une économie de marché fondée sur l'initiative privée, avec en outre une ouverture majeure à l'investissement étranger, devaient requérir des mesures spécifiques permettant la préservation d'un « patriotisme économique » et de l'indépendance nationale. La conquête d'avantages concurrentiels ne devait en aucun cas remettre en cause la « sécurité économique » du pays. Cette nécessité apparaissait d'autant plus cruciale que le Vietnam craignait l'ombre portée de son puissant voisin, voire une satellisation par la Chine.

Rompre le risque de l'isolement et d'une marginalisation demeure une préoccupation permanente chez les dirigeants vietnamiens qui ont conçu les adhésions aux grandes organisations internationales comme un vecteur de reconnaissance internationale du pays. A cet égard, l'adhésion pleine et entière à l'Organisation Mondiale du Commerce en 2006, après de longues négociations et la levée du veto américain, a été perçue comme une étape décisive.

Egalement, la politique dite de réconciliation nationale permet d'instaurer des relations privilégiées avec une diaspora vietnamienne de plusieurs millions de personnes, souvent contraintes à l'exil, mais néanmoins porteuses d'initiatives et de capitaux et aussi constitutives d'un vaste réseau de dimension planétaire. Dans ce contexte, les Viet Kieu sont devenus des protagonistes essentiels de l'ouverture et la reconnaissance internationale de la société vietnamienne.

Dès lors, l'acquisition d'une vision stratégique est devenue composante reconnue du projet de développement national du Vietnam. Pour ce faire, le gouvernement vietnamien considère l'accès à l'information comme un objectif prioritaire. Selon Phillipe Clerc, le Vietnam a défini des priorités concernant le développement des technologies de l'information dès 1993 : accéder aux technologies étrangères, former les individus, développer des systèmes ouverts, introduire ces technologies dans le champ des activités socio-économiques afin d'élever la qualité et l'efficacité du management.

A travers ces priorités, la mise en place d'un système de données est devenue un souhait majeur du gouvernement vietnamien. Ce système permettra à l'Etat et aux acteurs économiques d'accéder et d'exploiter des informations pertinentes afin de prendre des décisions guidées par la rationalité.

Toutefois, malgré ces vellétés, le Vietnam souffre d'un retard persistant et d'une gestion défectueuse de l'information. Comme le soulignait avec franchise Henri Dou, lors d'un colloque international à Hanoi en 2011, « il n'existe pas de pratique de la veille et de l'intelligence économique établie et enseignée au Vietnam ». En outre, la recherche dans le domaine des sciences économiques et de gestion souffre de faiblesses majeures par rapport aux autres pays émergents d'Asie. Cette situation est particulièrement évidente par référence à l'intelligence financière, handicapée par une insuffisance de capital humain.

B. Intelligence économique et financière : les retards du Vietnam

Dans les bibliographies, on ne trouve encore que peu d'ouvrages sur l'intelligence économique appliquée au vaste domaine de la finance. Néanmoins, dans sa thèse « L'intelligence économique et la modélisation financière », Moscato(2010) a mis en avant la pertinence d'une application des paradigmes de l'intelligence économique à la science financière, malgré la persistance de difficultés qui empêchent des approches vraiment synchrétiques

Lors des Journées de l'Intelligence Economique, à Paris, le 20 Novembre 2012, Jérôme Cazes a déploré le caractère « clos » du monde de la finance et le désintérêt à l'égard de certaines réalités socio-économiques affichées par les banquiers et les spécialistes. Ainsi s'expliqueraient certaines erreurs majeures commises par ces derniers, au demeurant protégés par une situation d'aléa moral préjudiciable à l'ensemble de la société.

La croissance et la diversification des activités financières s'avèrent indispensables à la promotion d'un développement endogène, malgré des risques d'effets pervers. Cependant, alors que les liens entre la finance et la croissance ont fait l'objet de maintes évaluations critiques, la littérature sur les relations entre la finance, l'économie de la connaissance et l'intelligence économique demeure limitée et souvent sans grands substrats théoriques. Or, dans la plupart des pays émergents, l'analyse de ces relations devrait inspirer un intérêt majeur, dans la mesure où l'intermédiation financière est indispensable à la transformation de l'épargne en investissement de long terme, au-delà des simples opportunités spéculatives.

Mentionnons néanmoins certaines études qui ont posé les jalons d'un débat constructif.

L'existence d'une complémentarité entre le capital humain, l'intelligence économique et la croissance semble avoir été établie par Evans, Green et Murinde (2002), selon lesquels les ressources humaines constituent le protagoniste majeur du développement financier d'un pays.

Un important capital humain permet l'accès à une meilleure information et par conséquent de limiter les risques spéculatifs potentiels (Outreville – 1999). En outre, les dotations en capital humain entretiennent une corrélation positive avec la croissance de l'épargne (Kelly – 1980 ; De Gregorio – 1992 ; Bernheim, Garret et Maki – 1997). Cette opinion est clairement confirmée par les travaux de Paulson (2004) concernant la Thaïlande.

Ces phénomènes pourraient s'expliquer par le fait qu'une meilleure intelligence permet une rapide diffusion des innovations financières (Ang et Kumar -2014) et favorise la référence au long terme en matière de décision et de planification plutôt que l'adoption de calculs essentiellement spéculatifs (Potrafke – 2012). En conformité avec ces réalités, certains auteurs tels que Jones et Podemska (2010) établissent l'existence d'une corrélation significative entre le capital humain, l'intelligence financière et la croissance d'une épargne stable. Un important capital humain investi dans l'acquisition de qualifications professionnelles et la promotion de l'intelligence financière ne peut en effet que favoriser la rationalisation de la gestion des institutions bancaires et financières.

Selon Cazes, une application des méthodes de l'intelligence économique à la sphère financière pourrait permettre de limiter les prises de risque excessives ou non justifiées. La pertinence de cette observation vaut pleinement pour des marchés émergents comme celui du Vietnam.

Les pratiques inspirées par l'intelligence économique dans chaque pays dépendent largement de sa culture informationnelle et de sa politique de développement. A cet égard, les pouvoirs publics au Vietnam ont pris en considération l'utilité d'une application de l'intelligence économique au secteur financier en imposant des règles de communication et de contrôle des informations sur les marchés financiers, dans le but de renforcer la confiance des investisseurs, notamment étrangers. C'est ainsi qu'a été créé en 2008 un « comité national de surveillance financière », en charge d'observer les événements susceptibles d'affecter les fondamentaux macroéconomiques et de constituer des bases de données destinées aux investisseurs réels ou potentiels.

Ce comité, composé d'experts nommés par le Ministre des Finances et le Gouverneur de la Banque Centrale, constitue une haute instance consultative, statutairement indépendante.

Cependant, il manque au Vietnam un système efficient de surveillance macroéconomique et financière, disposant de pouvoirs réels en matière de régulation.

Selon Vuong Dinh Hue, Président du Comité Economique National, il faudrait renforcer la régulation des marchés financier et monétaire, assurer un meilleur encadrement des banques, des crédits et des transactions boursières, dans le but d'en assurer la transparence et une meilleure conformité aux normes internationales afin notamment de limiter les pratiques spéculatives.

En parallèle, Vuong Dinh Hue affirme l'importance du développement du marché boursier, protagoniste important de la mobilisation de l'épargne privée et donc du processus de développement. La mission essentielle du marché boursier est en effet de permettre aux entreprises d'accéder à des sources de financement abondantes et de renforcer ainsi leurs fonds propres.

En outre, apparaît la nécessité de restructurer le secteur bancaire et financier par des fusions de banques commerciales, afin d'en réduire le nombre, manifestement pléthorique.

De tels changements impliqueraient que les pouvoirs publics puissent valider et gérer les sources d'information en assurant la promotion de l'intelligence financière, sur la base d'une coopération loyale et confiante entre les institutions concernées et les entreprises privées. Au Vietnam, comme dans de nombreux pays émergents, la gestion de l'information demeure excessivement fragmentée, ce qui ne peut que nuire à la compétitivité des activités productives et l'efficacité du système financier.

Une meilleure compréhension et une utilisation rationnelle et systématique des instruments de l'intelligence économique, conçue en tant que praxis, pourraient permettre, comme le

démontrent maints exemples dans plusieurs pays, de répondre à ces impératifs qui conditionnent l'avenir du processus de développement.

Partie II - Contribution : Développement d'un système de renseignement pour investisseurs institutionnels Vietnamiens - Expérimentation - Le retour d'expérience - Synthèse

Chapitre III: contribution théorique vers un changement paradigmatique

En réalité, les investisseurs utilisent souvent les outils d'analyse financière pendant leur processus de la prise de décision d'investissement. Ces outils leur permettent d'évaluer la faillite de l'entreprise cible ou sa solvabilité, la stabilité et la qualité de sa performance financière, économique. A partir de cela, les investisseurs peuvent déterminer ses forces et ses faiblesses sur les marchés financiers. Néanmoins, cette approche semble ne pas refléter la réalité lorsqu'ils évaluent l'entreprise cible. En effet, les investisseurs sont confrontés à deux préoccupations quand ils utilisent la méthode d'analyse financière traditionnelle.

- En premier lieu, pendant le processus d'investissement, les investisseurs ont tendance à donner leurs prévisions et leurs anticipations sur la valeur boursière des titres. Selon Elie Cohen, "La valeur boursière des titres est essentiellement une valeur de rendement qui tient compte de la capitalisation des flux de revenus futurs attendus de ces titres". Ainsi, les investisseurs se basent sur les prévisions relatives au niveau et à la régularité des résultats afin d'évaluer le niveau du bénéfice par action à court et moyen terme. Néanmoins, cette analyse se base sur la situation financière afin d'évaluer le processus interne de l'entreprise et d'expliquer les mouvements remarquables affectant l'entreprise cible dans le passé. En d'autres termes, cette méthode d'analyse repose sur l'étude des données du passé en tenant compte des déterminants de l'entreprise cible afin d'anticiper la tendance d'éventuelles ruptures par rapport au passé.

- En deuxième lieu, les investisseurs peuvent non seulement prendre en compte les déterminants de l'entreprise en se basant uniquement sur l'analyse financière. En outre, ils doivent prendre en considération les phénomènes des marchés affectant l'évaluation boursière de l'entreprise. Dans ce contexte, les investisseurs devraient examiner les anticipations concernant le développement de l'entreprise cible au niveau macroéconomique, l'analyse sectorielle et l'analyse microéconomique. Il faut noter que cette dernière consiste à évaluer la demande des produits sur les marchés réels, la tension de la concurrence, la qualité des informations diffusées par l'entreprise cible, les phénomènes technologiques et la tendance forte de marché.

Malgré des limites ci-dessus, la plupart des investisseurs persistent à utiliser la méthode d'analyse financière traditionnelle afin d'évaluer la solvabilité, la qualité de performance de l'entreprise cible et d'anticiper la valeur boursière des titres de l'entreprise cible. En réalité, ils pensent que ces outils sont encore très efficaces lorsqu'ils évaluent l'entreprise de façon rationnelle. Ainsi, nous avons intérêt d'abord à rappeler le modèle d'analyse financière traditionnelle et ainsi que les outils financiers mis en œuvre dans le processus de la sélection d'investissement.

Cependant, dans le contexte économique changeant, les investisseurs rencontrent des erreurs dans les prévisions issues l'analyse financière traditionnelle. Cela a un impact fort sur la performance des portefeuilles d'investissement des investisseurs. Pour éviter ces risques, les investisseurs ont besoin de concevoir une méthode d'évaluation de la valeur de l'entreprise de façon rationnelle dans un contexte incertain. Pour ce faire, ils ont besoin de déterminer leur position dans le nouveau contexte. Cela explique certaines limites que les investisseurs rencontrent lors de la mise en œuvre de la méthode d'analyse financière traditionnelle et de celle de prévisionniste financière. De plus, ce travail relève l'importance de l'analyse stratégique de l'entreprise cible pendant le processus d'investissement. Cette analyse permet aux investisseurs d'évaluer l'évolution de l'environnement de marché dans lequel l'entreprise s'exerce (les marchés financiers et les marchés de biens et de services). A partir de tels constats, les investisseurs peuvent s'inspirer du modèle de la prise de décision de Simon dans le cadre d'une rationalité limitée afin de concevoir une méthode de la prise de décision d'investissement. Cette méthode aide les investisseurs à préparer les décisions de façon rationnelle lorsqu'ils se confrontent à certaines contraintes (temps, ressources...). Cela semble correspondre au contexte actuel lors des surcharges d'information.

Outre les avantages, cette méthode consiste encore à des contraintes lorsque les investisseurs semblent ne pas utiliser toutes les informations collectées. En effet, sous le développement des nouvelles technologies de l'information et de la communication et l'effet de la globalisation, les informations concernant l'entreprise cible ne cesse pas d'augmenter. Selon la méthode de l'évaluation d'investissement de Simon, les investisseurs évaluent l'entreprise cible de façon subjective en se basant sur leur heuristique. Ils ne cherchent que les informations en fonction de leurs critères prédéfinis. Cela les conduit à ignorer certains phénomènes qui sont considérés moins importants. En réalité, ces phénomènes contiennent souvent des effets cumulatifs. Donc, la performance d'entreprise doit subir des impacts forts si ces phénomènes s'exercent. Pour résoudre ces contraintes, les investisseurs peuvent appliquer l'approche d'intelligence économique au domaine financier pour concevoir une nouvelle méthode de choix d'investissement. Il faut noter que cette méthode intègre la notion d'image ou celle de la réputation de l'entreprise cible. Par cette notion, les investisseurs peuvent évaluer la création de valeur de l'entreprise dans le contexte actuel. A partir de cela, ils peuvent prendre les décisions d'investissement de façon rationnelle lorsqu'ils évaluent l'entreprise cible.

En outre, les investisseurs semblent ne pas prendre en compte des aspects psychologiques des parties prenantes de l'entreprise cible sur tous les marchés (les marchés financiers et les marchés réels) lorsqu'ils utilisent le modèle de la prise de décision d'investissement proposé par Simon. En réalité, ces aspects peuvent générer les phénomènes de bulles spéculatives qui peuvent faire éloigner la valeur boursière des titres de l'entreprise cible de sa valeur fondamentale. Cela peut conduire les investisseurs à être confrontés à certaines incertitudes lors de leur processus d'investissement. Dans ce contexte, les investisseurs ont besoin de se baser sur une méthode de gestion de risque s'inspirant du concept de force de la situation proposé par Sun Tzu et François Julien afin de concevoir une meilleure méthode de choix

d'investissement. Cette méthode a pour objectif, de compléter les contraintes de l'approche d'intelligence économique mise en œuvre dans la finance.

A travers ce chapitre, les investisseurs peuvent renouveler la méthode de choix d'investissement en matière théorique en complétant l'approche d'intelligence économique, les méthodes de gestion de risques proposées par Nassim Nicolas Taleb et la méthode de la force de situation proposée par Sun Tzu et François Jullien.

D'abord, nous présenterons les modèles antérieurs que les investisseurs utilisent souvent. Ensuite, nous allons relever les changements intégrant le modèle du choix d'investissement. Enfin, notre modèle de choix d'investissement sera proposé dans le contexte économique changeant.

Section I: Rappel des modèles antérieurs

1 Modèle rationnel classique de choix d'investissement

1.1 Le modèle rationnel conventionnel : les leçons et enseignements de l'analyse financière

Les gérants des fonds d'investissement utilisent souvent les outils et les indicateurs de l'analyse financière pour sélectionner les titres potentiels des entreprises cibles dont il convient d'évaluer les performances à partir d'indicateurs normalisés et par des comparaisons avec des entreprises concurrentes.

Selon Elie Cohen (2004) : « L'analyse financière constitue un ensemble de concepts, de méthodes et d'instruments qui permettent de formuler une appréciation relative à la situation financière d'une entreprise, aux risques qui l'affectent, au niveau et à la qualité de ses performances ». Cette discipline utilise des démarches composites de diagnostic, de contrôle et d'évaluation concernant les entreprises cibles. Néanmoins, avec l'extension du champ d'application de l'analyse financière, ces méthodes et les critères qu'elles imposent ont tendance à être utilisées de plus en plus largement et concernent aujourd'hui toutes les institutions dotées d'une certaine autonomie financière.

Lors d'un processus d'investissement, il faut comprendre que le gérant de portefeuille demeure souvent à l'extérieur de l'entreprise cible qu'il étudie. Autrement dit, il ne participe pas directement au capital de l'entreprise cible. Dès lors, le gérant de portefeuille se focalise essentiellement sur la viabilité de l'entreprise, sur sa solvabilité immédiate ou à terme, sur sa robustesse économique et financière, sur ses engagements futurs. En plus, le gérant s'intéresse également aux moyens que l'entreprise cible peut mobiliser afin d'y faire face et pour répondre de façon pertinente à ses préoccupations. A côté de cela, l'analyse de la capacité bénéficiaire et des perspectives d'accumulation de valeur devient le sujet principal d'intérêt des actionnaires et des investisseurs désireux d'acquérir des prises de participation.

Parmi tout un ensemble de critères, l'évaluation de la performance de l'entreprise cible demeure un objet d'analyse prioritaire pour le gérant du fonds d'investissement. Cependant, il ne doit pas exclure une analyse attentive consacrée aux risques susceptibles de compromettre la rentabilité de son opération d'investissement.

Dans le cadre d'une analyse financière conventionnelle, l'investisseur peut utiliser des indicateurs chiffrés et formalisés d'évaluation qualitative ou quantitative. Cependant, des divergences, voire des contradictions, interviennent souvent entre les indications fournies par les différents instruments d'analyse utilisés. Face à de telles difficultés, l'investisseur a besoin de hiérarchiser les différents objectifs lorsqu'il réalise un diagnostic concernant l'entreprise ciblée. De plus, il doit également vérifier la cohérence entre les préoccupations de l'analyste et la hiérarchie des objectifs et des indicateurs retenus.

Parmi les méthodes d'évaluation des entreprises, les gérants des fonds d'investissement utilisent communément les trois instruments suivants :

- L'évaluation patrimoniale.
- L'évaluation par l'actualisation des flux.
- L'évaluation par les ratios ou les multiples de capitalisation.

En outre, ils utilisent certains outils issus de la prévision financière afin de formuler leurs anticipations sur les perspectives de performance des entreprises cible et leurs potentialités d'accumulation de valeur.

Ces méthodes permettent aux gérants des fonds d'investissement de disposer d'outils opérationnels qui comportent d'évidents avantages mais aussi d'étroites limites qu'il convient de préciser.

1.1.1 – Les apports de l'évaluation patrimoniale

La méthode de l'évaluation patrimoniale permet au gérant d'évaluer la situation nette de l'entreprise. Au fond, cette méthode s'appuie sur la réalisation de la somme algébrique des valeurs marchandes ou de remplacement des différents actifs et engagements de l'entreprise. Par cette méthode, l'investisseur doit mettre en œuvre une analyse patrimoniale en se basant sur le bilan de l'entreprise. De plus, l'analyste financier doit également effectuer un retraitement du bilan de l'entreprise car ce document ne reflète que la valeur historique de ce qu'elle possède par référence à une période donnée. Normalement, cette étape implique des corrections, des ajustements et des réévaluations, dont les plus fréquents sont les suivants :

- **Réévaluation** des biens ayant acquis ou perdu de la valeur : immobilier, terrain, fonds de commerce, stocks...
- **Réintégration d'actifs financés en crédit-bail**, sans oublier leurs contreparties au passif.

- **Intégration de passifs absents du bilan**, tels que le passif social, c'est-à-dire les provisions pour départ en retraite de salariés ou encore les coûts des mesures de remise en état des sites d'exploitation ou de dépollution...
- **Suppression de non-valeurs**, car il peut y avoir au bilan des éléments sans valeur économique (frais d'établissement, frais de recherche et développement, terrains...), du moins pour les repreneurs éventuels (aménagements inadaptés, marques...).
- **Intégration des passifs de liquidation**, si cette solution doit être réellement envisagée (indemnisation des salariés licenciés, paiement de frais divers...).

Rappelons sommairement les principes essentiels de cette analyse.

Le bilan de l'entreprise recense:

- A l'Actif : Les biens possédés par l'entreprise, enregistrés à leur coût d'acquisition éventuellement diminué d'un amortissement (usure du matériel) ou d'une dépréciation (perte de valeur).
- Au Passif Les ressources qui permettent à l'entreprise d'acquérir les biens recensés à l'actif. De plus, les dettes sont des ressources exigibles de l'entreprise et elles doivent être remboursées.

1- Calcul de l'actif net comptable

L'actif net comptable est compris par la différence entre l'Actif net et le passif exigible (provisions comprises). On peut le formuler ainsi :

Actif net comptable = Actif net - dettes exigibles - provisions pour risques et charges

	Année N	Année N-1	Année N-2
Actif net (valeur des biens de l'entreprise)			
- dettes à court, moyen et à long termes exigibles au moment de la cession			
- provisions (en dehors des provisions à caractère de réserve à inclure dans les capitaux propres)			
= Actif net comptable			

Tableau 3 : Actif net comptable

Nous pouvons trouver l'actif net comptable moyen comme la formule suivante :

$$\text{Actif net Comptable Moyen} = (\text{ANC année N} + \text{ANC année N-1} + \text{ANC année N-2}) / 3$$

En réalité, nous pouvons appliquer les coefficients 1, 2, 3 respectivement aux années N-2 ; N-1 ; N ; pour donner un poids plus important aux derniers exercices. Dans ce cas, nous devons diviser par 6 au lieu de 3.

2-Calcul de l'actif net corrigé

Dans cette étape, l'analyste financière doit corriger l'actif net comptable en retirant plusieurs postes du bilan afin de calculer l'actif net corrigé.

Immobilisations incorporelles
<ul style="list-style-type: none">• Frais d'établissements à éliminer• Droit au bail d'un commerce : comparer l'économie d'un loyer équivalent• Brevets, licences : vérifier la durée des revenus à atteindre
Immobilisations corporelles et financières
<ul style="list-style-type: none">• Terrains : souvent à réévaluer• Bâtiments hors exploitation : prix du marché• Bâtiments d'exploitation : réintégrer les biens en crédit-bail (évaluation par les experts)• Participations financières : évaluer par comparaisons avec des transactions similaires• Matériels et outillages: si un marché de l'occasion existe, les évaluer à cette valeur
Actif circulant
<ul style="list-style-type: none">• Stocks : vérifier les provisions pour dépréciation des éléments d'actif, faire un inventaire contradictoire, vérifier la cadence de rotation des articles• Créances : vérifier la solvabilité des clients et les provisions et tenir compte des impayés moyens• Trésorerie : réfléchir en valeur moyenne

Capitaux Propres
<ul style="list-style-type: none"> - Subventions : faire la part entre les capitaux propres (subventions acquises) et le passif exigible (à rembourser) - Réintégrer en résultat les provisions constituées pour des raisons fiscales et ne correspondant à de réelles dépenses dans le futur (sans oublier de les réduire de l'impôt qu'il faudra payer)
Passif exigible
<ul style="list-style-type: none"> - Lister et évaluer les engagements hors-bilan (Indemnités de fin de carrière, garantie donnée, risque sur un projet, etc.) - Réintégrer la part restant due en capital au titre des contrats de crédit-bail (à faire pendant la réintégration du bien à l'actif) - Vérifier l'adéquation des provisions pour congés payés, des provisions pour litiges, etc.

Tableau 4 : Actif net corrigé

Normalement, la profondeur du travail de recensement et d'analyse dépend du déroulement des négociations et des avis des experts dans laquelle le repreneur de l'entreprise ou des titres décide de mobiliser un expert ou non. Le résultat permet à l'investisseur d'expliquer le passage de la valeur comptable de l'actif net à une valeur qui semble plus pertinente pour apprécier la valeur des éléments constitutifs de l'entreprise.

Cette méthode aide le gérant d'un fonds d'investissement à préparer un audit qui précèdera l'acquisition de l'entreprise ou des titres. Cette analyse comptable permet à l'investisseur de disposer d'instruments utiles pour calculer la valeur de remplacement ou la valeur de liquidation de l'entreprise.

A travers ces outils conventionnels de l'évaluation de patrimoine, l'investisseur peut déterminer la position financière de l'entreprise cible par rapport à l'objectif minimum de viabilité à court terme. Ce travail l'aide à détecter les risques de cessation de paiements résultant, juridiquement, de l'impossibilité de faire face au passif exigible avec l'actif disponible ou réalisable à vue. Pour ce faire, A.C.Martinet (1988) recense certains critères importants et significatifs pour les investisseurs potentiels :

1) La solvabilité : actif net (corrigé ou comptable) > 1/3 du passif.

2) L'exigibilité/Liquidité : Ce critère est très important pour l'investisseur afin d'évaluer l'équilibre financier de l'entreprise cible. Il lui permet de conforter la décision d'investissement. En effet, l'investisseur prend en considération l'entreprise cible si la liquidité est positive.

Pour calculer la liquidité, l'investisseur doit d'abord déterminer le fonds de roulement.

Fonds de roulement patrimonial = capitaux permanents - actifs immobilisés.

De plus, il peut utiliser un critère complémentaire de liquidité pour le calcul du fonds de roulement propre

Fonds de roulement propre = Capitaux propres - actifs immobilisés

En outre, la liquidité est obtenue par le rapprochement des actifs réalisables et des dettes à court terme :

Liquidité générale = Actif circulant/Dettes à court terme > 1

Liquidité réduite = Actif circulant - Stocks/Dettes à court terme

Liquidité immédiate = Titres de placement + Disponibilités/Dettes à court terme.

Notons toutefois que ces ratios permettent d'avoir une vue approximative de la situation financière de l'entreprise cible. En réalité, l'investisseur est souvent à l'extérieur de l'entreprise cible. Par conséquent, il ne peut pas connaître avec exactitude et immédiatement la réalité des actifs ou des dettes. Durant cette phase, l'investisseur a donc intérêt :

- 1) A examiner leur évolution chronologique;
- 2) A les comparer à ceux des concurrents principaux

Par ailleurs, l'autonomie financière est conventionnellement mesurée par le ratio:

Dettes à plus d'un an/Capitaux propres < 1

En outre, la rentabilité est l'un des critères importants pour l'investisseur lors de l'évaluation la situation financière de l'entreprise cible. Pour mesurer cette rentabilité, l'investisseur peut utiliser un ratio du type :

Cash Flow/Capitaux permanents

Il faut noter que le cash flow retenu ici s'apparente à la capacité d'autofinancement. Autrement dit, il désigne le résultat net de l'exercice augmenté des dotations aux amortissements et aux provisions.

En fait, l'investisseur peut affiner cette rentabilité en mettant en évidence des soldes intermédiaires de gestion.

Néanmoins, malgré son utilité, la méthode de l'évaluation patrimoniale ne permet pas d'évaluer le potentiel réel de l'entreprise du fait de l'incapacité des ratios précités à mesurer le niveau d'efficacité et la stabilité réelle de l'entreprise.

Pour comprendre mieux les avantages et les limites de cette méthode, nous pouvons consulter le tableau suivant :

Utilité de l'analyse patrimoniale	Limites de l'analyse patrimoniale
<ul style="list-style-type: none"> • Une mise en œuvre simple • Un recours progressif aux experts (application des correctifs) • Des échanges aisés entre cédant et repreneur • Permet de déterminer la valeur minimale de l'entreprise lorsque elle est de taille modeste et que sa rentabilité est stable • Donne des indications pertinentes sur la valeur de remplacement et sur la valeur de liquidation 	<ul style="list-style-type: none"> • L'analyse n'intègre pas véritablement la rentabilité de l'activité (faible ou importante) • L'analyse est statique (c'est une photo à un moment donné) et intègre mal des changements importants et récents dans la rentabilité de l'entreprise (dans un sens ou dans l'autre) • L'analyse ne donne aucune indication au repreneur sur le montage de son financement

Tableau 5 : Les avantages et les limites de l'analyse patrimoniale

Par conséquent, l'investisseur potentiel doit se référer à une méthode permettant d'évaluer le niveau réel de stabilité, ainsi que les performances financières. Pour ce faire, il doit recourir à une analyse stratégique de l'entreprise ciblée, au niveau global comme au niveau des principaux domaines d'activités stratégiques (DAS).

1.1.2 – L'évaluation par l'actualisation des flux

Lors de l'étape de la sélection de titres potentiels, le gérant d'un fonds d'investissement utilise souvent l'évaluation par l'actualisation des flux afin de déterminer la valeur actuelle de l'entreprise. Cette évaluation a été développée dans le cadre de la théorie financière. Selon cette théorie, le dirigeant est censé diriger l'entreprise afin d'en maximiser la valeur sous la contrainte d'une maîtrise des risques. Cette notion de valeur découle directement de la théorie néoclassique sur base de la valeur actuelle des flux de revenus.

L'analyse financière doit prendre en compte deux séries de variables dans la procédure d'actualisation :

- Une anticipation des flux de résultats
- La détermination d'un taux d'actualisation

- Ce taux dépend à la fois des rendements offerts par le marché financier sur des placements sans risque à long terme (par exemple des placements en bons du Trésor à moyen et long terme) et d'une appréciation du risque associé à l'entreprise.

Selon les hypothèses de l'efficience des marchés des capitaux, de rationalité des investisseurs et d'absence d'incertitude, l'analyse financière se fonde sur le postulat suivant lequel, en situation d'équilibre, le prix d'une action doit être tel que le taux de rentabilité de toutes les actions sera le même sur une période de temps donné (D.Durant- 1957 ; F.Modigliani et M.H.miller-1961). A partir de cela, nous constatons que les résultats anticipés d'une entreprise à long terme semblent devoir rester stables. La valeur actuelle des flux peut être présentée comme la formule suivante :

$$\text{VNA} = \text{valeur nette actualisée} = \sum_{p=1}^n \frac{f_i}{(1+r)^p}$$

Avec f_i : résultat prévisionnel.

Les résultats futurs de l'entreprise à un horizon de temps donné sont actualisés à l'aide du taux r (taux i dit sans risque obligation d'Etat + prime du secteur (s) auquel appartient l'entreprise). Si le taux sans risque i augmente, ainsi que la prime du secteur s avec un même niveau de revenu, la valeur de l'entreprise baissera.

A travers cette formulation suggérée par la théorie financière, le gérant du fonds d'investissement peut juger une entreprise selon :

- Sa capacité bénéficiaire durable,
- Les perspectives de progression de ses activités et de ses résultats,
- Le risque financier que l'on peut lui associer.

Dans la pratique, une telle formulation s'inspire de toutes les appréciations formulées en terme de « rapport cours/ bénéfice » (price earning ratio) ou de « capitalisation de bénéfices ».

Cependant, cette approche en termes de capitalisation des bénéfices anticipés à long terme pour évaluer les cours des actions correspond à une situation de stabilité du marché. A contrario, elle n'est pas appropriée à un diagnostic financier tenant compte par exemple des préoccupations d'un prêteur à court terme, d'un investisseur ou d'un fournisseur dans un contexte incertain. En réalité, l'analyse financière devrait tenir compte du diagnostic d'entreprise lorsqu'elle prend en considération les relations d'affaires. Ce qui impliquerait la remise en cause de la capacité de l'entreprise à respecter ses engagements de façon permanente. Pour cette raison, un gérant du fonds d'investissement doit exprimer une appréciation de la solvabilité immédiate et future de l'entreprise ciblée, même s'il ne doit pas négliger le lien entre ses performances, sa capacité bénéficiaire présente et future et le maintien de sa solvabilité.

1.1.3 – L'évaluation par les ratios et les multiples de capitalisation (PER et PEG)

Dans un processus d'investissement, l'analyste boursière utilise souvent l'évaluation par les ratios pour élaborer les prévisions et les anticipations de la valeur boursière des titres. A partir de cela, des recommandations peuvent être adressées aux investisseurs, notamment aux gérants du fonds d'investissement, en matière de vente ou d'achat de titres.

Selon Elie Cohen (2004) « la valeur boursière des titres est essentiellement une valeur de rendement qui tient compte de la capitalisation des flux de revenus futurs attendus de ces titres. ». Par référence à cette notion, les analystes doivent prendre en considération les anticipations relatives au niveau et à la régularité des résultats de l'entreprise lorsqu'ils formulent leurs projections des cours des titres. Autant dire que l'appréciation de l'évolution du niveau du bénéfice par action à court et moyen terme joue un rôle important selon les analystes. Il est en outre possible de s'inspirer des méthodes conventionnelles de l'analyse financière pour formuler des anticipations relatives à la solvabilité ou aux performances de l'entreprise étudiée. Pour ce faire, les raisonnements doivent reposer sur l'analyse des états financiers pour apprécier le fonctionnement interne de l'entreprise et les tendances observées. Une telle démarche se fonde sur l'étude rétrospective des fondamentaux de l'entreprise considérés comme devant inspirer les prévisions des évolutions futures, en anticipant soit une continuité, soit des inflexions ou des ruptures par rapport aux évolutions passées.

Sur le plan technique, de nombreux instruments spécifiques sont proposés et utilisés par les analystes.. Certains de ces instruments sont les mêmes que ceux utilisés par l'analyse financière. Cependant, ils sont interprétés dans une perspective différente comme en témoignent les ratios concernant les performances.

L'analyste boursier s'intéresse au rendement des titres pour l'investisseur, à travers différents ratios afin d'évaluer la rémunération servie aux détenteurs de titres :

- En termes globaux : $B_1 = \text{Dividende global} / \text{Capitalisation boursière}$
- En termes unitaires : $B_2 = \text{Dividende par action} / \text{Cours boursier}$

Par ailleurs, l'analyse boursière accorde une attention particulière aux anticipations qui se réfèrent à un suivi minutieux du rapport « cours-bénéfice » ou « price earning ratio » (PER)

- En termes globaux : $B_3 = \text{Capitalisation boursière} / \text{Bénéfice global}$
- En termes unitaires : $B_4 = \text{Cours de l'action} / \text{Bénéfice par action}$

En réalité, le PER représente l'inverse d'un taux de rentabilité. Il correspond au cours de bourse divisé par le bénéfice net par action (BNA). Ce ratio permet aux investisseurs, notamment aux gérants des fonds d'investissement, d'élaborer des anticipations sur la valeur

boursière de l'entreprise à laquelle ils s'intéressent. Un PER supérieur à la moyenne signifie certes un taux de rentabilité plus faible dans l'immédiat. Cependant, l'acquéreur potentiel révèle qu'il est prêt à payer davantage pour 1€ de bénéfice présent, c'est-à-dire qu'il prévoit une évolution plus favorable des résultats de l'entreprise.

L'analyse conventionnelle considère également le PEG ou Price/ Earnings to Growth ratio dont la formule est la suivante :

$$\text{PEG ratio} = \frac{\text{Price:Earnings}}{\text{AnnualEPSgrowth}} \text{ avec EPS = Earnings generated per share.}$$

Le PEG (Price Earning Growth) signifie que si le PER se situe au-dessus de la moyenne du secteur, cela peut également signifier que le marché anticipe une progression plus forte des bénéfices de la société considérée. Le PEG est le ratio qui intègre le mieux le taux de progression anticipé des bénéfices.

1.1.4 – L'évaluation des performances d'une entreprise cible

Malgré leur consécration, les instruments précités présentent d'évidentes insuffisances en matière de prévision de performance des sociétés ciblées. En vérité, la performance d'une entreprise est un concept multiforme qui peut revêtir plusieurs sens suivant les objectifs poursuivis.

Ainsi, selon Gérard Charreaux (1998). Selon lui, on peut prendre en considération la mesure de la performance d'une entreprise dans le cadre d'un référentiel compétitif, afin de savoir si une entreprise a su créer ou est en mesure de créer, sur un horizon déterminé, davantage de valeur pour ses actionnaires que ses concurrentes. En effet, l'approche traditionnelle de la mesure de performance se situe dans le cadre de la finance néoclassique dont le but est d'élaborer des règles d'allocation des capitaux. Dans cette approche, on suppose que les marchés sont parfaitement concurrentiels et que les dirigeants gèrent leurs sociétés conformément aux intérêts des actionnaires, supposés seuls propriétaires de l'entreprise. La valeur créée résulte du flux de rentes engendrés par la firme et qui reviennent exclusivement aux actionnaires. Pendant ce processus de création de valeur, les autres participants (créanciers, salariés...) perçoivent par contrat les rémunérations d'équilibre fixées sur le marché des ressources qu'ils apportent. Dans ce contexte, l'investisseur peut mesurer la performance de l'entreprise cible de façon triviale, du fait de la séparabilité des aspects décisionnels concernant la création et la répartition de valeur. En outre, en conformité avec la théorie du portefeuille, les valeurs créées doivent logiquement intégrer une prime de risque.

A travers des multiples études empiriques portées sur la performance des entreprises, on peut relever une pluralité de critères d'évaluation qui reposent sur le postulat suivant lequel la valeur boursière représente fidèlement la valeur créée par l'entreprise. Cela permet de mesurer la performance d'entreprise de façon triviale à partir exclusivement de données comptables et financières, par référence à l'efficience informationnelles des marchés.

Les principaux critères peuvent être regroupés en deux catégories.

- Les critères de la première catégorie répondent à un souci de quantification prévisionnelle ex ante de la performance, avec notamment le ratio Q de Tobin et le ratio de Marris.

- Les critères de la deuxième catégorie sont issus de la théorie du portefeuille dont l'objectif est d'évaluer à l'intention des actionnaires la performance réalisée sur une période donnée, avec des indices tels que l'indice de Sharpe, l'indice de Treynor et l'indice d'Alpha.

Ajoutons à ce qui précède les nouvelles mesures préconisées par certains cabinets conseil anglo-saxons au cours des dernières années, parmi lesquels on peut citer la valeur d'ajouté économique (EVA) et la valeur de marché ajoutée (MVA).

Précisons ces différents apports.

1.1.4.1 – Les mesures ex ante issues de l'analyse financière

Trois instruments ex ante sont fréquemment pris en considération : le ratio Q de Tobin, le coût moyen pondéré du capital et le ratio de Marris

A- Le ratio Q de Tobin

Tobin propose le ratio Q pour mesurer l'ensemble des rentes anticipées sur un horizon infini. Dans cette mesure, le ratio est déterminé par le rapport entre la somme des valeurs de marché des titres détenus par les investisseurs financiers actionnaires et créanciers et le montant des capitaux qu'ils ont investis. Dans la pratique, l'investisseur utilise le coût de remplacement des actifs financés, le plus souvent évalué à partir des immobilisations, pour mesurer la valeur des capitaux investis. Voici la formule du ratio Q :

Q de Tobin = Valeur de marché (capitaux propres + dettes financières) / Coût de remplacement des actifs

L'investisseur peut constater qu'à moment donné le ratio Q est supérieur à l'unité. Cela signifie que la rentabilité dégagée par l'ensemble des actifs de la firme et anticipée par le marché est plus élevée que le coût moyen pondéré du capital.

B- Le coût moyen pondéré du capital

Le coût moyen pondéré du capital (Weighted average cost of capital-WACC) peut être défini par la formule suivante :

$$k_{wacc} = k_e \frac{E}{V} + k_d (1 - t) \frac{D}{V}$$

k_{wacc} = coût moyen pondéré du capital

k_e = exigence de rentabilité des actionnaires ou coût du capital social de l'entreprise

k_d = coût moyen avant impôt de l'endettement

t = taux marginal d'imposition

E = valeur de marché du capital social de l'entreprise

D = valeur de marché de l'endettement de l'entreprise

V = valeur de marché des ressources de l'entreprise (capital social = E + dettes = D)

Plusieurs auteurs et praticiens ont critiqué ce ratio car il ne tient pas compte des actifs immatériels dans l'évaluation du coût de remplacement des actifs et de la difficulté de mesurer ce coût. En réalité, le rôle des actifs immatériels devient de plus en plus important dans le contexte actuel dominé par une économie de la connaissance. Cela reflète exactement la réalité de l'évaluation de performance de l'entreprise sur les marchés financiers. Dans ce contexte, le ratio Q Tobin conduit facilement l'investisseur à surévaluer la performance de l'entreprise cible, ce que confirment au demeurant de nombreuses études.

C- Le ratio de Marris

En outre, les investisseurs peuvent également utiliser le ratio de Marris afin de formuler des quantifications prévisionnelles ex ante sur les performances à venir de l'entreprise. Notons que ce ratio se base sur la même logique que le Q de Tobin mais ne retient que les capitaux directement investis par les actionnaires. Il se définit par la formule suivante :

Ratio de Marris = Capitalisation boursière / Valeur comptable des capitaux propres.

Il faut mentionner que ce dernier critère, comme les deux précédents, est défini dans le cadre de la théorie financière néoclassique. Cette convergence entre les critères vise à identifier la création de valeur. Si l'investisseur rejette l'hypothèse d'indépendance entre la valeur de la firme et la structure de financement, cela peut conduire à une contradiction dont l'investisseur doit avoir conscience. Autant dire qu'il faut procéder de façon différenciée.

D- Les limites des critères ex ante

En réalité, l'investisseur peut mettre en avant un certain nombre de caractéristiques communes de ces trois mesures lors de ses évaluations.

- En premier lieu, ces deux mesures ne tiennent compte que du risque systémique car elles reposent sur les hypothèses de la théorie d'efficacité des marchés. Elles procèdent implicitement d'une actualisation des flux qui est censée se faire aux taux de rentabilité requis par les différentes catégories d'investisseurs financiers, en fonction du risque encouru.

- En deuxième lieu, l'investisseur ne parvient pas à déterminer dans l'absolu la valeur créée ou plutôt le potentiel de création de valeur à partir de ces deux mesures. Néanmoins, il peut détecter des indices relatifs de création de valeur de l'entreprise cible.
- Enfin, par référence à ces deux indices, l'investisseur se base implicitement sur une norme identique. En confrontant la mesure réalisée à cette norme, l'investisseur peut déterminer si l'entreprise a la capacité de créer la valeur ajoutée. En général, si toutes les mesures sont supérieures à l'unité, cela signifie que la rentabilité anticipée est supérieure à la rentabilité requise à l'équilibre par les différents apporteurs de capitaux, rentabilité évaluée par le coût moyen pondéré du capital.

1.1.4.2 – Les mesures ex post issues de la théorie du portefeuille

Dans les processus de prise de décision, les investisseurs utilisent fréquemment trois mesures issues de la théorie du portefeuille et de ses prolongements afin de mesurer la valeur créée par la société ciblée. Il s'agit de l'indice de Sharpe, de l'indice de Treynor et de l'indice Alpha de Jensen. Les investisseurs se basent alors sur les cours boursiers afin de mesurer les rentabilités réalisées. Mentionnons que ces mesures ne font intervenir aucune valeur comptable.

A- L'indice de Sharpe :

$$S = \frac{R - R_f}{\delta}$$

R : taux de rentabilité moyen du titre de l'entreprise cible sur une période donnée.

R_f = taux de rentabilité sans risque.

δ = écart- type représentatif du risque total.

Il est supposé que l'investisseur ne diversifie pas son portefeuille et que ce portefeuille contient exclusivement des titres de la société ciblée.. Cet indice ne permet pas à l'investisseur d'évaluer directement la valeur créée et la performance de la société ciblée. Il ne permet en réalité que de mesurer la rémunération par rapport au risque. En réalité, l'investisseur peut confronter la valeur créée par la firme au benchmark constitué par l'indice de Sharpe évalué à partir de la rentabilité d'équilibre.

Il faut rappeler que le taux de rentabilité d'équilibre est ainsi défini par le MEDAF :

$$R_e = R_f + \beta [E_m - R_f]$$

E_m : rentabilité anticipée du portefeuille de marché.

β :coefficient de risque systémique du titre de la société concernée.

Ainsi, l'indice de Sharpe à l'équilibre peut être présenté sous la forme :

$$S_e = \frac{(R_e - R_f)}{\delta} = \beta(E_m - R_f) / \delta$$

Cet indice définit donc une norme qui suppose un comportement de diversification. Si l'indice calculé est supérieur à cette norme, l'entreprise a offert sur la période considérée une rentabilité ajustée par référence au risque total supérieure à celle requise par les actionnaires, ce qui implique une incitation pour l'investisseur potentiel.

B- L'indice de Treynor

Outre l'indice de Sharpe, les investisseurs peuvent utiliser l'indice de Treynor afin de mesurer les performances des sociétés, notamment leur capacité de création de valeur.

L'investisseur est supposé détenir un portefeuille diversifié, ce qui implique une limitation du risque spécifique à la société ciblée. Néanmoins, le risque systémique ne peut être éliminé et dépend de la rentabilité obtenue.

L'indice de Treynor, également qualifié de reward to volatility ratio, se définit par la formule suivante :

$$T_i = \frac{(R_i - R_f)}{\beta_i}$$

R_f = rendement de l'actif sans risque.

R_i = rendement du portefeuille.

β_i = coefficient beta de risque systémique du portefeuille.

Plus le ratio de Treynor est élevé, plus le portefeuille présente une rentabilité intéressante par rapport au risque encouru.

Ce ratio ressemble beaucoup à celui de Sharpe, exception faite qu'il utilise le beta du portefeuille au lieu de l'écart-type. Ainsi, ce ratio analyse la rentabilité relative du portefeuille vis-à-vis de l'indice de référence et non plus uniquement la volatilité du portefeuille. Le ratio de Treynor est donc bien adapté dans le cadre d'un portefeuille diversifié par rapport au marché de référence.

C- L'indice Alpha de Jensen

L'indice Alpha a été défini par Michael Jensen en 1968, soucieux de vérifier la réalité de l'efficience des marchés et déterminer si les rendements historiques des fonds d'investissement indiquaient une possibilité de surpasser le marché dans son ensemble.

Sharpe avait publié en 1964 sa version du capital asset pricing model qui établissait que le rendement espéré d'un portefeuille devait surpasser son risque systémique exprimé par beta.

$$E(R_p) = r_f + \beta[E(R_m) - r_f]$$

Cette formule établit que le rendement espéré d'un portefeuille $E(R_p)$ est égal au taux de rendement de l'actif sans risque r_f auquel s'ajoute l'écart entre le rendement du marché et le rendement de l'actif sans risque $[E(R_m - r_f)]$ multiplié par β .

Jensen était intéressé par le fait de savoir si les gestionnaires des fonds d'investissement peuvent créer de la valeur ajoutée dans le long terme. Pourraient-ils substantiellement surpasser le marché année après année par un meilleur accès à l'information et l'acquisition d'une intelligence financière ? Les bonnes années permettraient-elles de compenser et bien au-delà les mauvaises années qui surviennent d'une manière aléatoire ?

Dans sa formulation initiale, le CAPM ne permet pas d'envisager cette éventualité, ce qui conduit Jensen à ajouter une variable supplémentaire α afin de tenir compte du rôle de l'information et des compétences des gérants de portefeuilles.

$$E(R_p) = \alpha + r_f + \beta[E(R_m - r_f)]$$

Cette variable α permet d'évaluer la contribution de l'intelligence financière aux performances d'un portefeuille. La mission du gestionnaire de portefeuille est de surpasser le marché et de produire de l'alpha.

D- Les mesures axées sur le concept de valeur créée

D'autres mesures de performance ont été conçues par des praticiens issus de cabinets de conseils. Mentionnons, à cet égard, le Market Value Added et l'Economic Value Added.

Par définition, la Market Value Added correspond à la différence entre la valeur de marché des capitaux investis (capitaux propres et dettes financières à long terme) et la valeur comptable de ces mêmes capitaux.

$$\text{Market Value Added (MVA)} = \text{Valeur de marché (VM)} - \text{Valeur comptable (VC)}$$

Il s'agit donc concrètement de la différence entre valeur de marché des titres émis par l'entreprise (actions et obligations) et leur valeur comptable égale au montant des capitaux investis par les actionnaires et les obligataires. Cela constitue une mesure absolue de la valeur financière créée par la société.

Les gestionnaires et les analystes peuvent aussi calculer la valeur ajoutée à chaque dollar que les actionnaires ont investi dans le capital social de l'entreprise, à l'aide du market-to-book ratio ainsi défini :

$$\text{Market-to-book ratio} = \frac{\text{Valeur de marché des actions ou capital social}}{\text{Valeur comptable des actions ou capital social}}$$

A titre d'exemple, si le ratio précité est égal à 6.7, cela signifie que la société a multiplié par 6.7 la mise de fonds des actionnaires.

L'investisseur peut également prendre en compte l'Economic Value Added (EVA) ou « valeur économique ajoutée ». Il s'agit du profit net après impôt et après déduction de tous les coûts, en incluant les coûts du capital. Ce concept, initialement défini par Stern, Stewart & Co., est également qualifié de revenu résiduel (residual income). Cet indicateur peut être ainsi formulé :

$$\text{EVA} = \text{net income} - (\text{cost of equity} \times \text{equity})$$

$$\text{Valeur économique ajoutée} = \text{résultat net après impôt} - (\text{dividende par action} \times \text{nombre d'actions})$$

L'EVA ou revenu résiduel représente une mesure plus fiable des performances d'une société que le profit comptable. Le profit comptable est calculé après déduction de tous les coûts à l'exception du coût des fonds propres. A contrario, l'EVA reconnaît que les sociétés doivent nécessairement couvrir le coût de leurs propres avant de dégager une plus value.

En général, toutes les mesures issues de la recherche financière sont développées dans le cadre de la théorie financière néoclassique. Dans le processus d'investissement, l'investisseur s'intéresse également à considérer la fiabilité de la mesure de la performance de l'entreprise ou celle de la valeur actionnariale. En fait, ces critères sont étroitement reliés au concept d'efficience des marchés financiers et de mesurabilité du coût du capital à partir du MEDAF. Néanmoins, ces deux hypothèses sont de plus en plus critiquées car elles ne reflètent pas fidèlement la réalité des marchés financiers dans le contexte changeant.

Malgré leurs points communs, ces différentes mesures, l'investisseur peut aboutir à des conclusions fortement divergentes en raison des différences d'horizon qu'elles supposent, de leur caractère ex ante ou ex post ou encore du caractère absolu ou relatif des indices. Dans ce contexte, l'investisseur choisit la mesure en fonction de son objectif poursuivi.

1.1.5 – Conclusions sur les limites de l'analyse financière conventionnelle

Dans le contexte actuel, les méthodes et les instruments mentionnés ci-dessus ne répondent pas aux préoccupations réelles des gérants de portefeuilles d'investissement. En effet, l'analyse financière conventionnelle ne permet pas aux investisseurs d'évaluer les performances et les capacités réelles de survie des entreprises. Se fondant essentiellement sur de données comptables, ces méthodes comportent un caractère statique incapable de rendre de la dynamique instable des marchés financiers.

En effet, des phénomènes extrêmes perturbent les marchés d'une manière récurrente et conduisent les titres à s'écarter de valeurs hâtivement considérées comme intrinsèques. L'analyse financière conventionnelle ne parvient pas à expliquer les perturbations et les crises majeures qui sont survenues ou qui pourraient survenir, ce qui limite fortement son caractère prévisionnel et donc son intérêt

Face à tels constats, apparaît la nécessité d'un renouvellement méthodologique, voire pour certains auteurs d'une rupture épistémologique. Les paradigmes de l'intelligence économique et des sciences de l'information et de la communication semblent de nature à contribuer à cette gestion de l'imprévisible en proposant des approches novatrices.

1.2 La théorie de l'agence et les réalités organisationnelles : la prise en compte des conflits d'intérêts et de l'asymétrie d'information

Les hypothèses sur lesquelles se fonde la théorie de l'efficacité des marchés semblent désormais irréalistes et invalidées par la survenance des crises et l'internationalisation des mouvements de capitaux dans une économie fortement hétérogène. En effet, dans un contexte économique mondialisé, les entreprises et les investisseurs évoluent dans des contextes informationnels changeants, instables, voire parfois chaotiques, situation incompatible avec les postulats de l'efficacité des marchés.

Les instruments des analyses techniques élaborés à partir de l'analyse financière conventionnelle semblent par ailleurs largement invalidés et ont perdu de leur crédibilité opérationnelle.

Face à de tels constats, il apparaît indispensable de reformuler, au moins partiellement, la théorie financière afin de se conformer aux réalités du contexte actuel. Notamment, la prise en compte des conflits d'intérêt et les enjeux informationnels semblent désormais incontournables.

1.2.1 - La séparation juridique des fonctions de propriétaire et de gestionnaire

Les analyses financières conventionnelles se fondent principalement sur les hypothèses de la théorie de l'efficacité des marchés qui ignorent la réalité des entreprises en tant qu'entités organisationnelles. Les entreprises apparaissent alors comme un simple lieu de calcul économique intégrant des fonctions de production et des comportements d'acquisition ou de cession d'actifs financiers. De plus, cette analyse considère que les cours de bourse des titres émis par ces entreprises reflètent correctement leur valeur fondamentale sur les marchés de biens et de services.

Néanmoins, ce courant doctrinal ignore une réalité cruciale : la séparation entre les fonctions de propriétaire et les fonctions de gestionnaire au sein d'une entreprise. Dans ce contexte, la firme ne peut être considérée comme un simple portefeuille d'actifs qu'un entrepreneur gère, soit pour son propre compte lorsqu'il est lui-même propriétaire - dirigeant, soit pour le compte

d'un propriétaire – actionnaire. Même dans ce dernier cas, il est impropre de considérer que les dirigeants des entreprises agissent dans le seul intérêt des actionnaires et que l'entreprise ne saurait constituer une entité aux caractéristiques organisationnelles propres, susceptible de faire écran entre les investisseurs et les marchés d'actifs financiers. De plus, il n'est pas rationnel de considérer que les intérêts de différentes parties prenantes sont assurés de converger d'une manière harmonieuse à travers l'action du marché.

L'analyse financière conventionnelle ne parvient pas à prendre conscience de la réalité institutionnelle des entreprises. Dans ce contexte, les investisseurs ne tiennent compte que des risques de marchés en ignorant les risques spécifiques des entreprises étudiées.

Cette vision réductrice ne semble pas correspondre aux réalités, comme en ont témoigné plusieurs péripéties qu'il est impossible de considérer comme purement anecdotiques. Ainsi, au cours de la dernière décennie, plusieurs scandales comptables ou manœuvres frauduleuses (affaire Enron, affaire Jérôme Kerviel et Société Générale, escroquerie Madoff...) ont mis en évidence le caractère éthéré et inadéquat des théories conventionnelles, ainsi que leur ignorance des risques spécifiques relatifs aux entreprises.

Comme l'ont démontré les événements des années récentes, la mondialisation des flux de capitaux multiplie les vecteurs de transmission des crises à caractère systémique. Cette réalité invalide les postulats de la théorie de l'efficacité des marchés, selon laquelle la diversification des portefeuilles permet de limiter les risques spécifiques aux entreprises. Dès lors, la portée opérationnelle de l'analyse financière conventionnelle se trouve singulièrement réduite.

Afin d'intégrer ces phénomènes, certains auteurs d'effectuer une jonction entre l'analyse financière et la théorie des organisations, ce qui permettrait de détecter les risques et les opportunités liés aux activités des entreprises dans le cadre des marchés réels.

Le renouvellement de l'analyse théorique dans une perspective plus ouverte sur la réalité organisationnelle de l'entreprise a résulté de la liaison établie entre deux propositions majeures.

-D'une part, il faut évoquer les analyses d'A.A.Berle et G.C.Means (1932) sur la séparation entre les fonctions de gestionnaire et de propriétaire, analyses qui malgré leur relative ancienneté correspondent aux réalités de l'économie moderne.

-D'autre part, en conformité avec la théorie de l'agence (agency theory), les intérêts de dirigeants ne convergent pas spontanément avec ceux de propriétaires, contrairement aux allégations de la théorie de l'efficacité des marchés. En fait, il existe des divergences d'intérêt voire des conflits potentiels, conduisant les dirigeants à prendre des décisions non optimales pour les propriétaires en général et pour les investisseurs en particulier.

Les nouvelles approches syncrétiques de la théorie financière et de la théorie des organisations tentent d'étudier les relations complexes entre les partenaires réunis au sein des entreprises et des autres organisations, en se référant aux causes et aux effets des conflits

d'intérêt qui peuvent se produire, ainsi qu'aux moyens de les prévenir ou de les réguler. En parallèle, certains auteurs prolongent et introduisent les enseignements de la théorie des coûts de transaction au sens de Coase dans l'analyse financière.

Dans ce nouveau cadre d'analyse, les conflits d'intérêt entre les acteurs organisationnels sont à l'origine d'enjeux informationnels d'une importance majeure pour l'ensemble des acteurs, notamment pour les investisseurs. Ces enjeux informationnels découlent des limitations de l'information disponible et à des asymétries d'information génératrices de conflits. En fait, ces enjeux informationnels deviennent aussi les préoccupations principales des investisseurs. En outre, dans le contexte de la mondialisation, les incertitudes ont tendance à s'accroître, conséquence des mesures de déréglementation, de désintermédiation et de déréglementation.

1.2.2 - Les réalités organisationnelles, les coûts de transaction et l'asymétrie d'information

Certains analystes financiers persistent à considérer les hypothèses concurrentielles classiques comme une approche adéquate pour déterminer les performances des entreprises et les évolutions de leurs activités. Dans le cadre de ces hypothèses, ils supposent qu'il existe un système de prix permettant de contenir et de faire circuler l'ensemble des informations pertinentes. De plus, les agents économiques sont supposés œuvrer sur des marchés parfaits au sein desquels ils bénéficient d'une information complète et sans coût ce qui leur permet de formuler des prévisions certaines. A partir de cela, les agents économiques sont placés dans des conditions égales qui permettent à chacun d'entre eux de formuler des choix immédiats ou intertemporels optimaux, notamment en matière de consommation et de production.

Sous l'influence de ces hypothèses et de celles de l'efficacité des marchés, certains investisseurs persistent à considérer que les prix des titres émis par les entreprises reflètent pleinement leurs valeurs fondamentales. Dans ce contexte éthéré, sont utilisées des modélisations mathématiques pour évaluer les entreprises ciblées. Ces modèles parviennent certes à prendre en compte les risques systémiques des marchés financiers mais sans tenir compte des risques spécifiques liés aux activités des entreprises considérées. En conséquence, certains fonds d'investissement qui appliquent ces approches sont exposés à des risques imprévisibles, comme en ont témoigné les crises des dernières années.

Les relations qui unissent les partenaires réunis au sein des entreprises ont nécessairement un impact sur les valeurs réelles et les performances des sociétés et les éventuels investisseurs ne peuvent les ignorer. Toutefois, ces relations sont complexes et souvent immatérielles. Leur caractère intangible rend leur observation et leur compréhension des plus difficiles, surtout pour des investisseurs extérieurs à l'entreprise.

Les investisseurs reçoivent donc souvent des informations, biaisées, partielles et hétérogènes. En outre, ces informations comportent des coûts de production, d'exploitation et de diffusion. Enfin, les différents protagonistes ne bénéficient pas d'un accès égal aux informations les plus

significatives souvent réservées à des réseaux d'« initiés ». Dans ce contexte, les asymétries d'information sont inéluctables, ce qui peut entraîner des évaluations erronées.

Tenant compte de ces expériences, certains auteurs ont suggéré des approches à la fois théoriques et empiriques afin de surmonter les asymétries d'information entre les parties prenantes (salariés, fournisseurs, dirigeants, clients, investisseurs, actionnaires, société civile...). Ces approches prennent en compte la dimension informationnelle des décisions intégrée dans la théorie de l'agence et dans le concept de coût de transaction. En parallèle, ces auteurs soulignent également le rôle de l'analyse financière dans la résolution des problèmes soulevés par la production, la diffusion et l'interprétation des informations concernant les activités spécifiques et les performances de l'entreprise.

Pour mieux comprendre le sens de ces approches, il faut sommairement évoquer les analyses de R.H.Coase (1937) sur les coûts de transactions, puis celles d'O.E.Williamson (1988) sur les structures de gouvernance et de contrôle des entreprises, analyses qui procurent aux utilisateurs de l'analyse financière un regard plus proche des réalités concrètes.

En théorie, les analyses de R.H.Coase (1937) sur les composantes des coûts de transaction permettent aux utilisateurs de l'analyse financière d'interpréter les asymétries d'information dans les relations au sein de l'entreprise ciblée et vis-à-vis de ses partenaires extérieurs. Par ailleurs, Williamson (1988) propose une approche originale des structures de gouvernance qu'implique la gestion des contrats. Dans ce cadre d'analyse, on peut considérer la firme comme une structure de gouvernement et offrir ainsi un cadre propice à la prise en compte de l'analyse financière, ainsi que sur les choix des structures de gestion de la société concernée. Notamment, des indications significatives peuvent apparaître quant aux structures de financement et aux arbitrages entre capital propre ou endettement.

Selon le degré d'accès aux informations et la qualité des ces dernières, ces explications aident les partenaires concernés par des transactions de type différent à détecter des éléments leur permettant de formuler un diagnostic sur l'entreprise. Outre les analyses basées sur les coûts de transactions, les analyses des relations d'agence jouent également un rôle important dans les résolutions des difficultés issues des asymétries d'informations auxquelles sont confrontées les parties prenantes. En réalité, ces analyses considèrent une entreprise comme « un nœud de contrats » qui régissent d'une part, les relations entre ses membres, et d'autre part, les rapports entre ses membres et les tiers. A travers l'approche du contrat, ces relations sont examinées sous l'angle des relations d'agence ou de "mandat". Selon Elie Cohen (2004), "une relation d'agence ou de mandat s'établit entre deux agents chaque fois que l'un d'entre eux (le mandant) donne mandat à l'autre (le mandataire) pour agir à sa place". Cela explique pourquoi la relation de mandat constitue un principe structurant des entreprises ou de toute autre organisation. En réalité, nous constatons souvent que ces relations apparaissent dans la conception managériale de l'entreprise, suivant laquelle les responsabilités de direction et de gestion sont assumées par des dirigeants non propriétaires (mandataires), nommés, rémunérés par les propriétaires (mandants).

Le tableau ci-après permet de synthétiser les approches théoriques les plus récentes de la gestion financière, du point de vue des gestionnaires, avec la maximisation du profit, et du point de vue des actionnaires, avec la maximisation de la valeur du patrimoine ou de la richesse.

But	Objectifs	Avantages	Inconvénients
Maximisation du profit	Importance du montant des profits	1-Recours à l'analyse comptable (commodité des calculs ; transparence des critères. 2-Détermination objective du lien entre les décisions financières et les profits.	1-Horizon à court terme. 2-Ignorance du risque et de l'incertitude. 3-Ignorance du timing des rendements et de la rentabilité financière. 4-Besoin de ressources immédiates.
Maximisation du patrimoine des actionnaires	Valeur de marché des actions	1-Horizon à long terme. 2-Reconnaissance du risque et de l'incertitude. 3-Prise en compte du timing des rendements et de la rentabilité financière. 4-Prise en compte des revenus et dividendes des actionnaires.	1-Absence de relation claire entre les décisions financières et le prix des actions. 2-Risque de frustration et de gestion anxieuse. 3-Incitation aux fraudes comptables et à une gestion agressive. 4-Risque de conflits sociaux au sein des entreprises.

Source: Shim, Jae, K. and Siegel Joel, G. (2010) – Financial Management. Mc Graw Hill.

Tableau 6 : Théorie de l'agence : maximisation du profit et maximisation du patrimoine des actionnaires – Critères comparatifs.

Au-delà de la relation entre propriétaires et dirigeants, il existe de multiples relations établies au sein de l'entreprise ou avec des tiers qui s'analysent comme des relations d'agence ou de mandat. Par exemple : les rapports entre employeurs et salariés, entre prêteurs et emprunteurs, entre donneurs d'ordres et sous-traitants. Dans les relations d'agence de l'entreprise, les conflits d'intérêts entre parties sont issus des divergences d'intérêts des différentes parties prenantes. Ces conflits peuvent être également liés à des asymétries d'informations et à l'incertitude. Ainsi, un mandant peut subir certains risques provenant d'effets psychologiques lorsqu'il veut apprécier les prestations et les efforts accomplis par son mandataire. Pour prévenir ces conflits, les partenaires doivent assumer un coût spécifique ou *coût d'agence*. Face à de tels constats, les analyses des relations d'agence permettent aux parties prenantes d'avoir une méthode pour expliquer les modalités d'organisations en termes théoriques, et non plus seulement en termes descriptifs. Pour résoudre les limites de cette méthode, il faut

prendre en compte l'analyse de Charreaux (1991) ou de Montmorrillon et Pitol Belin (1995) sur les modes d'organisation de l'entreprise. Cette analyse indique que la séparation entre propriété, direction et contrôle au sein de l'entreprise suscite à la fois des avantages et des coûts d'agence qui s'analysent comme des coûts organisationnels spécifiques. Dans ce contexte, l'analyse économique en termes de confrontation coût-avantages permet aux parties prenantes d'interpréter les choix organisationnels d'une entreprise.

Enfin, il faut tenir compte des développements de la théorie de l'agence dans le contexte actuel. Ces développements mettent en avant le rôle de l'analyse financière dans les mécanismes de délégation mis en jeu par les structures d'entreprise. Il faut noter que ces mécanismes de délégations sont mis en place pour renforcer la capacité de contrôle des propriétaires sur les activités des dirigeants dans une entreprise « managériale ». Ils consistent en deux mécanismes principaux : les mécanismes d'incitation et les mécanismes de sanction. Ces deux mécanismes reflètent en partie la relation de mandat qui repose sur un contrat. Bien que certains mécanismes de délégation soient mis à leur disposition, les propriétaires ne peuvent négliger l'atout que représente l'obtention et l'exploitation d'un flux régulier, voire continu, d'informations pertinentes et structurées relatives à la situation, aux performances et aux risques de l'entreprise. Dans la relation entre les propriétaires et le dirigeant, l'exercice d'un contrôle vigilant par les propriétaires et une attitude active de dédouanement de la part des dirigeants conduisent à établir une offre et une demande d'information permettant une évaluation de la gestion de l'entreprise. Dans une entreprise managériale, les investisseurs jouent un rôle de propriétaire potentiel de cette entreprise. Aussi, les investisseurs ont-ils intérêt à exprimer leur besoin en informations permettant d'apprécier la gestion de l'entreprise, sa performance et ses perspectives ainsi que ses risques potentiels lors du processus d'investissement.

Selon Elie Cohen (2004), l'analyse financière aide les investisseurs à trouver des méthodes et des instruments qui permettent l'exploitation d'informations de toute nature. A partir de cela, ils peuvent formuler une appréciation sur la situation et les performances d'une entreprise. De plus, l'analyse financière est conçue comme un instrument puissant qui permet aux investisseurs, aux actionnaires actuels ou aux actionnaires potentiels d'exercer un contrôle rigoureux et précis sur la gestion de l'entreprise et de ses dirigeants. En réalité, les investisseurs utilisent personnellement cet instrument ou ils demandent les services de professionnels spécialisés (sociétés de bourse, bureaux d'étude ou de conseillers en investissement). Cela permet aux investisseurs de disposer d'un ensemble d'indicateurs afférents à des méthodes de diagnostic adaptées aux besoins de leur stratégie. Dans le cadre de la relation d'agence entre investisseurs et dirigeants, l'analyse financière constitue un instrument efficace qui agit à la fois comme un antidote aux asymétries informationnelles, comme un modérateur des tentations opportunistes auxquelles les dirigeants sont exposés et comme un réducteur du risque moral qui affecte les investisseurs.

Cependant, nous constatons qu'il existe de nombreuses approches d'analyse financière différentes dans la pratique. Le choix d'une approche d'analyse financière adéquate devient donc, l'une des préoccupations des investisseurs dans le contexte actuel. Dans ce contexte, il

nous faut envisager la conception d'approches alternatives, reposant sur des postulats en adéquation avec les réalités complexes qui prévalent sur les marchés financiers.

1.3 Les différentes approches de l'analyse financière et enjeux informationnel des investisseurs dans le processus d'investissement

1.3.1. *Les différentes approches de l'analyse financière et leurs contraintes dans le processus d'investissement*

1.3.1.1. **La mise en place des approches de l'analyse financière dans le processus d'investissement**

En réalité, l'analyse financière est développée pour répondre à trois types de besoins, qui correspondent à trois phases de son développement. Tout d'abord, elle procure au créancier, principalement les banques, un cadre d'analyse selon une vision patrimoniale : la valeur des actifs dans une optique liquidative doit couvrir les dettes. Pourtant, cette approche reste encore statique car elle ne prend pas en considération le renouvellement des actifs et des passifs, et plus généralement le processus de fonctionnement de l'entreprise. Dans la phase suivante, l'analyse financière marque un passage d'une analyse statique vers une analyse dynamique de la solvabilité. Cette dernière intègre les trois grands cycles de fonctionnement de l'entreprise : le cycle d'exploitation (c'est-à-dire l'activité courante), le cycle d'investissement et le cycle de financement. Néanmoins, cette deuxième phase se focalise encore sur la réponse aux besoins d'un type d'utilisateur de l'information comptable : le créancier et plus particulièrement le banquier. En fait, ce dernier se focalise toujours sur l'étude de la solvabilité de l'entreprise cible dans le sens plus dynamique afin de préparer leurs prises de décision. Pour ce faire, certains outils sont mobilisés pour cette analyse afin de compléter les limites de l'analyse précédente. De plus, l'analyse financière développe une approche plus fortement axée sur les perspectives et s'adapte ainsi à des besoins plus larges y compris internes en formalisant, par exemple, la notion de plan de financement qui constitue un pan important des business plans des entreprises. Pourtant, Paul Amadiou et Véronique Bessière (2010) indiquent l'absence de la prise en compte d'un acteur clé, fortement impliqué (au moins financièrement) dans cette approche: l'actionnaire. En réalité, le type d'analyse précédent demeure encore utile à l'actionnaire lorsqu'il envisage l'entreprise. A travers son approche à la fois intégrée et globale (les trois cycles et leurs interactions), l'actionnaire peut avoir une compréhension complète du fonctionnement de l'entreprise. Néanmoins, il semble que le type d'analyse précédent ne tient pas compte de la notion de valeur, initialement au centre des préoccupations de l'analyse financière. Depuis janvier 2005, l'introduction des normes internationales, les IAS/IFRS marque un retour de la notion de valeur dans l'analyse financière. Mais, elle repose encore sur le modèle comptable. Dans ce cadre d'analyse, la valeur n'est plus conçue dans une optique liquidative, mais, au contraire, s'apprécie alors, non seulement au regard de sa fiabilité mais aussi de sa pertinence envisagée principalement ici par sa capacité prédictive. Cela montre un renversement des objectifs qui se déplacent d'une vision principalement tournée vers le passé à celle principalement tournée vers l'avenir. De plus, ce renversement marque trois conséquences principales qui portent respectivement sur la

satisfaction des objectifs des utilisateurs de l'information financière, sur la nature de l'information et son traitement par l'analyste et sur la démarche générale de l'analyste.

Face à de tels constats, les approches d'analyse financière mentionnées ci-dessus obligent les investisseurs à prendre en considération la méthode d'évaluation de la valeur d'entreprise dans une optique prédictive lors de leur processus d'investissement. Cela semble refléter en partie la réalité des préoccupations des investisseurs. Cependant, ces approches ne prennent pas en compte pleinement le point de vue spécifique des investisseurs dans leur évaluation d'entreprise dans la pratique. Ainsi, les investisseurs rencontrent certaines difficultés dans l'évaluation de la valeur des titres de l'entreprise cible car ils ne trouvent pas une approche d'analyse financière adéquate à leur processus d'investissement. En outre, ils ont aussi du mal à évaluer la qualité des informations qu'ils collectent à partir de nombreuses sources d'informations différentes. En réalité, ces sources d'informations contiennent selon les cas, des données comptables, financières, juridiques et économiques ainsi que des informations sur l'histoire et l'actualité de l'entreprise. Il faut noter que ces données sont régulièrement actualisées. En conséquence, les investisseurs sont confrontés à certains problèmes de vérification de la qualité de ces informations au fil du temps. Pour surmonter ces difficultés, les investisseurs ont intérêt à définir leurs objectifs majeurs et les exigences relatives à la nature et à la qualité des informations obtenues lorsqu'ils appliquent les approches de l'analyse financière pour appréhender la performance d'une entreprise étudiée au sein de leur processus d'investissement. Ce travail semble correspondre à la première étape du cycle du renseignement que nous trouvons souvent dans l'approche de l'intelligence économique: identifier les besoins d'informations pour les investisseurs.

Après avoir collecté les informations adaptées à leurs objectifs, les investisseurs s'intéressent également au choix d'une méthode adéquate de traitement de l'ensemble des données en s'appuyant sur des analyses standardisées lors de leur processus d'investissement. Ce travail correspond à la troisième étape du cycle du renseignement. Néanmoins, il n'est pas facile pour les investisseurs d'effectuer ce travail dans la pratique. Pour comprendre cette difficulté, il faut rappeler les avantages et les contraintes des deux raisonnements (l'induction et la déduction) que l'analyste utilise au cours de traitement des données.

En premier lieu, le raisonnement par induction permet aux investisseurs d'observer des régularités dans les relations de cause à effet. A partir de cela, ils peuvent utiliser également ces régularités constatées par le passé à des fins prédictives. Lors de leur processus d'investissement, les investisseurs peuvent appliquer ce raisonnement de manière standardisée pour détecter les indicateurs de risque de faillite et établir un score synthétique qui positionne l'entreprise selon une échelle de risque. Ce travail les aide à définir des seuils de risques acceptables et de les appliquer de manière systématique sans nécessairement mener une analyse individuelle complémentaire. Cependant, ce type de traitement des données n'est pas véritablement une analyse. Les investisseurs ne trouvent aucune utilité de l'analyse financière lorsqu'ils appliquent ce type de traitement. Ce dernier repose sur un modèle, qualifié de

mécanique, élaboré à partir de nombreuses observations. En réalité, les membres de chaque entreprise, notamment les analystes financiers dans une société de gestion de portefeuille, n'obéissent pas à cette analyse standardisée. Ils peuvent utiliser un raisonnement opposé : le raisonnement déductif, pour traiter des données individualisées.

Dans le raisonnement déductif, les investisseurs peuvent interpréter certains phénomènes liés à la situation actuelle de l'entreprise cible et anticiper sa situation future en se basant sur la connaissance préalable de lois et théories. Il faut noter que la démarche déductive implique également l'intelligence des investisseurs lorsqu'ils appliquent l'analyse financière dans leur processus d'investissement. Autrement dit, à partir de faits observés, les investisseurs doivent disposer d'une capacité de mobiliser de façon appropriée et pertinente le socle de connaissance, afin d'en déduire des explications conformes à la réalité et des prédictions les plus vraisemblables possibles. Ce socle de connaissances leur permet de bâtir un modèle de sélection lorsqu'ils envisagent de nombreuses informations fréquentes, variées, voire contradictoires à partir des multiples sources différentes. A travers ce modèle, les investisseurs peuvent discerner la pertinence des informations. Cette pertinence correspond à leur congruence face au problème posé. Par exemple : quelles informations les investisseurs peuvent-ils utiliser pour évaluer la solvabilité d'une entreprise ? En outre, ils sont confrontés à certains problèmes plus complexes lors de leur évaluation des performances d'une entreprise. Ces problèmes proviennent de trois principales raisons. En premier lieu, les investisseurs doivent prendre en considération de multiples interactions qui existent entre les informations. Dans ce contexte, ils ne peuvent pas considérer une information de façon isolée. Pour disposer d'une évaluation pertinente, cette information doit être comparée aux autres informations avec lesquelles une liaison existe potentiellement. Ainsi, les investisseurs doivent prendre en compte non seulement des éléments considérés isolément mais aussi leur interaction car l'entreprise cible est en effet un tout indivisible. En deuxième lieu, les investisseurs n'ont pas besoin d'appliquer un modèle d'interprétation unique lors de leur évaluation d'entreprise. En effet, les gestionnaires de portefeuille partagent un objectif commun d'investissement au sein de la communauté des investisseurs lorsqu'ils envisagent une entreprise cible. Néanmoins, ils n'ont pas individuellement le même comportement vis-à-vis du risque et celui-ci aura un impact sur leur interprétation de l'information relative à la situation actuelle de l'entreprise cible. Enfin, les investisseurs prennent conscience des incertitudes de l'entreprise cible dans un monde économique mondialisé. Dans certains cas, ces incertitudes sont issues des activités dans lesquelles l'un des acteurs économiques peut laisser des conséquences plus graves aux autres parties prenantes, y compris l'entreprise cible. Pour prévenir ces incertitudes, les investisseurs doivent expliquer et prévoir certains éléments ayant des impacts sur la performance de l'entreprise cible et ses perspectives. Cependant, ce travail est un exercice difficile qui requiert l'intelligence des investisseurs au sens plus haut. Selon Edgar Morin (1982), «l'intelligence est l'aptitude à s'aventurer stratégiquement dans l'incertain, l'ambigu, l'aléatoire en recherchant et utilisant le maximum de certitudes, de prévisions, d'informations ». Dans ce contexte, les investisseurs peuvent donc, considérer le travail d'analyse financière comme un travail de traitement de l'information, qui implique un socle de connaissances et une attitude à mobiliser ce savoir efficacement.

L'opposition entre déduction et induction exprime des nuances distinctives des investisseurs dans leur raisonnement par rapport à l'évaluation de l'entreprise cible. En fait, les investisseurs privilégient l'utilisation du raisonnement déductif dans leur processus d'investissement car ce raisonnement fonde véritablement le travail de l'analyste. Néanmoins, le raisonnement inductif est aussi utile pour les investisseurs dans certains cas, notamment pour une analyse individualisée se basant sur l'évaluation de l'entreprise cible. En réalité, les investisseurs établissent des prévisions en se basant sur l'observation du passé. A partir de cela, ils peuvent en déduire des relations entre variables (par exemple : entre les résultats et les chiffres d'affaires). Il faut noter que les investisseurs peuvent utiliser les données passées pour qualifier les faits observables du modèle d'induction. En outre, ces données permettent d'établir un modèle mécanique de prévision. A partir de telles constations, les investisseurs continuent à utiliser alternativement le raisonnement inductif et déductif. Cependant, il n'existe pas en fait, un modèle alternatif à ces deux raisonnements de façon standardisée qui soit largement appliqué pour la communauté des investisseurs.

Toutefois, les investisseurs sont en fait, susceptibles de négliger des données non représentatives ou des données moins importantes. Ce phénomène provient de la nature de l'homme. En conséquence, les investisseurs peuvent surévaluer ou sous-évaluer certains événements concernant l'entreprise cible. Cela aura un grand impact sur leur capacité d'évaluation de l'entreprise cible et leur prévision. Cet impact entraîne les investisseurs à ignorer facilement des risques imprévisibles lors de leur processus d'investissement. Dans ce contexte, ils ont besoin de développer une méthode de la gestion de risques imprévisibles.

Dans la pratique, certains auteurs ont tenté de proposer des méthodes standardisées afin de répondre à l'ensemble des objectifs de l'analyste financier, y compris ceux des investisseurs institutionnels. Tout d'abord, il faut évoquer des tentatives de la part de la Fédération européenne des associations d'analystes financiers (EFFAS) et des autres organismes financières dans le monde. Cependant, Raffournier et Walton (1997) pensent que ces méthodes standardisées apportent peu d'utilités pour les analystes financiers dans leur processus d'évaluation d'une entreprise cible. Puisque les objectifs des analystes financiers ne sont pas identiques, il est facile de trouver de nombreuses raisons variées pour que l'analyste entreprenne une analyse financière. Dans ce contexte, il est indispensable pour l'analyste, y compris les investisseurs de procéder à un examen approfondi des entreprises auxquelles il s'intéresse plutôt que d'utiliser des règles standardisées (Raffournier et Walton (1997)). D'ailleurs, ces deux auteurs pensent que les investisseurs peuvent prendre en considération deux approches d'analyse financière principales en fonction de leurs objectifs lors de leur processus d'investissement: l'approche en valeur (l'approche anglo-saxonne) et l'approche en trésorerie (l'approche d'Europe continentale). Quant à l'approche anglo-saxonne, l'analyse financière se focalise sur la notion d'investissement en évaluant la rentabilité future des titres émis par les entreprises étudiées et le risque attaché à cette prévision. Cette approche aide les investisseurs à intégrer simultanément une connaissance sur l'entreprise, son environnement, le fonctionnement des marchés financiers et la maîtrise des outils de prévisions. Pendant ce temps, l'approche utilisée en Europe présente certains avantages dans l'évaluation de fonctionnement de l'entreprise. Elle est plus globale dans le sens où elle est moins focalisée

sur la rentabilité et le risque, mais beaucoup moins orientée vers la prévision et la valeur. Dans la pratique de l'analyse financière, l'approche anglo-saxonne est souvent appliquée pour les entreprises cotées tandis que l'approche d'Europe continentale est utilisée pour les entreprises non-cotées. Il faut noter que les investisseurs utilisent souvent l'analyse en valeur afin d'établir des prévisions, d'en déduire une valorisation et d'apprécier les risques attachés à ces prévisions et donc à une valeur estimée lorsqu'ils envisagent les entreprises cotées sur les marchés financiers. A l'inverse, l'analyse en trésorerie est appliquée pour s'adapter aux objectifs divers que les investisseurs souhaitent atteindre lors de l'évaluation de l'entreprise non-cotée. En théorie, cette approche permet aux analystes financières de détecter des risques en se basant uniquement sur des données passées. Néanmoins, cette vision semble être illusoire dans la réalité car le risque est par nature éventuel: les facteurs de risque ne sont pas nécessairement observables dans les documents comptables. Cela peut conduire à un rapprochement de ces deux visions de l'analyse : les facteurs d'incertitude et le développement de l'économie de l'immatériel conduisent à une appréhension plus difficile de l'activité des entreprises et des sources de leur performance. Dans ce contexte, les investisseurs ont intérêt à utiliser la démarche orientée vers la valeur même s'ils envisagent les entreprises non-cotées. Dès lors, cette approche en valeur n'est pas opposée à la démarche fondée sur le fonctionnement de l'entreprise, elle prolonge celle-ci en intégrant la dimension prédictive. En réalité, l'élaboration des prévisions incite les investisseurs à exprimer leurs besoins d'information accrus. Pour répondre à ces besoins, nous avons constaté l'évolution des normes comptables pendant ces dernières années.

Dans notre thèse, nous prenons en considération les prises de décisions d'investissement des investisseurs institutionnels, notamment les gestionnaires de portefeuille lorsqu'ils évaluent une entreprise cotée sur les marchés financiers Vietnamiens. En fait, les investisseurs institutionnels continuent à appliquer les approches d'analyse financière pour préparer leurs prises de décisions d'investissement. Comme nous avons mentionné ci-dessus, Raffournier et Walton (1997) pensent que les analystes financières utilisent souvent l'approche anglo-saxonne (l'approche en valeur) pour l'évaluation destinée aux entreprises cotées. Pendant ce temps, l'approche de l'Europe continentale (l'approche en trésorerie) semble être appliquée uniquement pour les entreprises non-cotées mais sans être utilisée pour les entreprises cotées. Cependant, cette vision semble ne pas refléter exactement la réalité de la pratique des approches d'analyse financière lorsque les investisseurs procèdent au processus d'investissement. En fait, outre des informations utilisées dans l'analyse en valeur, les investisseurs persistent à prendre en considération des informations comptables, y compris les flux de trésorerie passés lorsqu'ils envisagent les entreprises cotées. Il faut noter que ces informations ont un caractère fiable et indiscutable car elles sont issues des transactions effectives. Dans ce contexte, les investisseurs appliquent les approches en trésorerie pour procéder à l'analyse ex-post du fonctionnement de l'entreprise, de sa dynamique d'activité, d'investissement et de financement pour bien exploiter ces informations. Ce travail leur permet d'avoir une compréhension complète du fonctionnement de l'entreprise cible dans une période passée. A partir de cela, ils peuvent déterminer les perspectives de l'entreprise cible en comparant la performance d'entreprise du passé avec celle d'aujourd'hui.

Néanmoins, les investisseurs ne trouvent pas de lien entre les flux de trésorerie et la valeur à travers l'approche en trésorerie. Sachant que la valeur créée de l'entreprise résulte de son fonctionnement, de ses choix d'activités, d'actifs, de financement et de leur mise en œuvre (qu'exprime l'approche en trésorerie). Pour résoudre la limite de l'approche en trésorerie, les investisseurs peuvent mettre en œuvre l'approche en valeur pour l'évaluation de l'entreprise cible. Ce travail leur permet plus généralement d'expliquer les choix de l'entreprise cible au sein de marchés réels. A partir de cela, ils peuvent comprendre la tendance de l'évolution de l'entreprise cible en étudiant la pertinence de ces choix. Il faut noter que l'entreprise cible peut à tout moment modifier ses activités, ses actifs, ses financements pour s'adapter au contexte économique changeant. Ainsi, les choix de l'entreprise cible résultent également d'une analyse en valeur. Ils se reflètent dans les flux de trésorerie (observables dans les données comptables) et ont une grande influence sur la valeur. Dès lors, il y a toujours un mouvement récursif permanent entre trésorerie et valeur au sein de l'entreprise cible.

Dans ce contexte, les investisseurs institutionnels ne reconnaissent pas d'opposition entre une analyse en valeur et une analyse en trésorerie lorsqu'ils appliquent ces deux approches dans l'évaluation d'investissement. Mais, il existe fondamentalement un décalage temporel dans leur perception lorsqu'ils procèdent à l'évaluation de l'entreprise cible. En fait, ce décalage provient du processus d'investissement de l'entreprise cible: son avantage distinctif trouve son origine dans sa capacité à choisir les bons investissements et à les mettre en œuvre efficacement.

Face à de tels constats, les investisseurs institutionnels peuvent s'inspirer de la vision de Paul Amadiou et Véronique Bessière lorsqu'ils appliquent les approches d'analyse financière dans leur processus d'investissement. En réalité, cette vision résulte de l'intégration de deux démarches mentionnées ci-dessus : l'approche en valeur et l'approche en trésorerie. Dans cette démarche, ces auteurs intègrent explicitement les problématiques de prévisions et de valeur, et une approche dynamique de risque dans leur démarche. Cette vision semble refléter exactement une grande partie des préoccupations des investisseurs lors de leur processus d'investissement. En effet, cette démarche permet aux investisseurs d'utiliser les outils traditionnels de l'analyse financière qui sont présentés selon une approche classique de diagnostic de la situation actuelle. En outre, ils peuvent élargir leur interprétation à une approche dynamique des prévisions, des risques et de la valeur. De plus, cette approche leur permet d'expliquer une interaction avec les manuels de gestion financière et des stratégies des entreprises. A partir de cela, nous constatons qu'elle incite les investisseurs non seulement à privilégier la compréhension des mécanismes fondamentaux de l'entreprise cible mais également à tenir compte de leur situation par rapport à l'environnement.

Dans le contexte actuel, les apports de cette vision semblent répondre largement aux préoccupations des investisseurs lorsqu'ils envisagent la valeur de l'entreprise cible. Paul Amadiou et Véronique Bessière (2010) pensent que « la valeur est liée à la capacité de l'entreprise à créer de la richesse et à maîtriser les risques auxquels elle est confrontée ». Il faut noter que cette capacité est strictement liée à un ensemble de décisions en matière financière et économique au sein de l'entreprise cible. En réalité, ces décisions, qui résultent

de l'intégration de l'ensemble des raisonnements des acteurs internes de l'entreprise cible, notamment les dirigeants et certains managers, ont souvent une implication sur sa performance. Elles sont plus ou moins précisément traduites dans l'information comptable et l'information prédictive. A travers ces dernières, les investisseurs peuvent donner une interprétation plus ou moins complexe sur la valeur de l'entreprise cible en prenant en compte des décisions relatives à l'utilisation des fonds à travers la politique d'investissement et à sa mise en œuvre dans l'activité. En général, cette approche propose aux investisseurs un cadre complet d'analyse financière afin d'apprécier la politique d'investissement et la politique de financement de l'entreprise cible. A partir de ce cadre d'analyse, les investisseurs peuvent comprendre le processus mais aussi évaluer les perspectives et les risques de l'entreprise cible. Dès lors, il est indispensable pour les investisseurs d'envisager la pertinence de ces décisions de l'entreprise cible lors de leur évaluation de sa valeur. Pour prendre des bonnes décisions dans la gestion de l'entreprise, les acteurs concernés (les dirigeants, les managers) doivent reposer sur la situation de l'environnement économique, sur celle du mécanisme de l'entreprise cible, sur leur évolution et sur la pertinence de la mise en place des moyens, y compris de ressources humaines, financières et technologiques dans l'ensemble des activités de l'entreprise cible. Cela oblige les investisseurs à prendre en compte ces éléments mentionnés ci-dessus lorsqu'ils évaluent l'entreprise cible.

Il faut noter que les acteurs concernés de l'entreprise prennent successivement des décisions, selon l'évolution du temps pour s'adapter aux changements de l'environnement économique, financier ainsi qu'à la situation spécifique de l'entreprise. Cela entraîne la valeur de l'entreprise à changer au fil du temps. En effet, Paul Amadiou et Véronique Bessière montrent que "la valeur aujourd'hui dépend donc des flux d'investissement passés qui positionnent plus ou moins favorablement l'entreprise sur un marché présentant des opportunités de croissance plus ou moins fortes , et qui lui permettront de dégager les flux futurs de trésorerie. Ces derniers constituent la valeur de l'entreprise aujourd'hui (somme de flux futurs actualisés). Il y a donc alimentation permanente du processus de création de valeur par le réinvestissement des flux issus eux- mêmes de la valeur créée. Ce mouvement est continu dans le temps." Dans ce contexte, les investisseurs doivent prendre en compte la dimension temporelle pour avoir un bon jugement sur la valeur de l'entreprise cible lors de leur processus d'investissement.

1.3.1.2. Les contraintes des approches de l'analyse financière dans le contexte actuel.

Face à de tels constats, ils peuvent développer une approche pertinente de l'évaluation de l'entreprise cible en s'inspirant de la vision de ces deux auteurs sur la notion de la valeur d'entreprise. Néanmoins, cette vision ne reflète pas encore entièrement la compréhension des investisseurs sur la valeur de l'entreprise cible dans le contexte économique changeant. En effet, outre les avantages de l'approche d'analyse financière proposée par Paul Amadiou et Véronique Bessière (2010), nous pouvons constater certaines contraintes lorsque les investisseurs l'appliquent dans leur processus d'investissement.

En premier lieu, les investisseurs, notamment les gestionnaires de portefeuille ne prennent plus leur décision en se basant sur la réaction des acteurs concernés (dirigeants, salariés...) de l'entreprise cible à des problèmes précédents, ou à court terme lors de leur processus d'investissement. Aujourd'hui, ils doivent prendre en compte les délais de mise en œuvre de la décision de ces acteurs concernés, comme une anticipation de l'avenir afin de prendre la meilleure décision. En réalité, cette dernière peut laisser les effets différés qui se manifesteront en même temps que se traduiront les besoins futurs lors de leur processus d'investissement. Cependant, la dimension temporelle des phénomènes étudiés en général et les délais de mise en œuvre de la décision en particulier demeurent encore l'une des difficultés principales des investisseurs dans le contexte économique mondialisé lorsqu'ils appliquent l'approche d'analyse financière proposée par Paul Amadiou et Véronique Bessière (2010) dans leur processus d'investissement. En général, les investisseurs se fondent sur les données du passé pour évaluer la capacité de la firme à soutenir ou améliorer durablement sa position, à pérenniser sa rente économique. Cette pérennité est le résultat de mouvements stratégiques permanents au sein de l'entreprise cible. Les ressources de la firme (les actifs au sens comptable mais aussi les compétences et les savoirs) sont également mises à disposition pour assurer cette mobilité et ces arbitrages continus. Il faut noter que les investisseurs utilisent l'analyse en termes de valeur afin d'envisager cette capacité et la pertinence des choix effectués par l'entreprise. A travers cette méthode, ils sont confrontés à des problèmes de mesure lorsqu'ils utilisent seulement des données financières pour traduire la réalité des ressources. Cela explique pourquoi les investisseurs manquent d'un cadre d'analyse pour interpréter certains phénomènes de type social, environnemental, technologique, politique et législatif ayant des impacts sur les ressources au sein de l'entreprise cible. Dès lors, la compréhension de la dimension temporelle du processus de création de valeur et de génération de flux de trésorerie conduit les investisseurs à faire face à un problème de type conceptuel alors que les problèmes de mesure associés en reflètent l'aspect technique.

Le foisonnement d'outils et de méthodes traduit l'imbrication de ces deux problèmes, mais conduit parfois l'analyse financière à se focaliser sur les questions de mesure alors qu'elle est fondamentalement un exercice de synthèse au carrefour de plusieurs disciplines (la stratégie, la finance, la comptabilité) impliquant un travail complexe de sélection et de traitement de l'information.

La deuxième contrainte demeure encore à la vision enfermée des investisseurs lorsqu'ils appliquent cette approche pour envisager les relations entre les acteurs économiques au sein d'une entreprise cible. En effet, lors de leur processus d'investissement, les investisseurs ont tendance à prendre en considération seulement les conflits d'intérêts entre les propriétaires et les dirigeants mais sans prendre en compte les rapports des autres agents économiques (les salariés, les clients, les fournisseurs, les sociétés – civiles...). Dans ce cadre d'analyse, ils ne se focalisent que sur l'évaluation de la performance d'entreprise dans la dimension financière et économique. Cela semble ne pas refléter la réalité lorsque les investisseurs procèdent à une évaluation de la performance de l'entreprise cible. Il faut noter qu'outre le domaine financier et économique, ces conflits proviennent également de la divergence d'intérêts de ces acteurs économiques en termes sociaux et environnementaux. En fait, ces conflits peuvent engendrer

les influences sur la performance de l'entreprise étudiée, sur la perception des acteurs économiques (salariés, fournisseurs, partenaires, sociétés civiles, concurrences, investisseurs, actionnaires...) sur sa valeur ainsi que constituer ses risques potentiels, selon l'évolution du temps. Par exemple : dans une entreprise étudiée, les salariés espèrent que leur employeurs augmenteront leurs salaires afin d'améliorer leur qualité de vie. A l'inverse, les dirigeants souhaitent maintenir le salaire pour assurer le bilan de financement de l'entreprise. Par conséquent, il apparaît un conflit d'intérêt entre les dirigeants et les salariés dans le domaine social.

De plus, les éléments environnementaux jouent un rôle important dans la relation entre l'entreprise cible et les autres acteurs économiques, notamment les sociétés civiles. En réalité, les entreprises qui travaillent dans les activités de production, ont souvent des impacts sur les conditions environnementales des sociétés civiles. Dans certains cas, les activités de ces entreprises peuvent polluer l'environnement, exploiter massivement des matières premières. Cela entraîne les conflits d'intérêt entre les sociétés civiles et les dirigeants de l'entreprise cible en termes environnemental. Dans ce contexte, les acteurs économiques (les salariés, les sociétés civiles, les partenaires..) exigent de l'entreprise cible, notamment les dirigeants qu'elle ait une responsabilité sociale pour leurs activités. Ces dernières peuvent avoir de grands impacts sur les intérêts de ces acteurs économiques. Ainsi, le dirigeant doit disposer d'une capacité pour résoudre les conflits d'intérêt d'une manière efficace. Cela assure l'entreprise cible d'avoir une bonne performance ainsi qu'une réputation sous les yeux des acteurs économiques, notamment les investisseurs et les actionnaires. En réalité, cette capacité consiste à collecter les souhaits des acteurs économiques dans les dimensions financières, économiques, sociales et environnementales et à mettre en œuvre les activités pour arbitrer ces souhaits avec les enjeux de l'entreprise cible.

Sous l'effet de ces activités, chaque acteur économique développe sa propre perception sur la responsabilité sociale de l'entreprise cible. Cela le conduit à prendre les décisions en faveur de l'entreprise cible si les dirigeants savent répondre à ses souhaits et vice-versa. Dans le contexte économique mondialisé, l'ensemble de ces décisions peuvent influencer fortement les décisions des investisseurs potentiels, des actionnaires et des autres parties prenantes. En effet, ces derniers prennent parfois leurs décisions de façon irrationnelle en s'inspirant de l'ensemble des décisions mentionnées ci-dessus mais sans tenir compte des autres éléments. Cela peut susciter les grandes implications sur la valeur de l'entreprise cible et sa performance au fil du temps. Dans certains cas, la réputation de l'entreprise cible est considérablement améliorée si l'ensemble des décisions apportent des bonnes utilités pour les entreprises cibles. A partir de cela, la performance de l'entreprise peut s'améliorer non seulement dans la dimension sociale et environnementale mais aussi dans la dimension économique et financière. Dès lors, il existe toujours une interaction entre la performance financière, économique et celle sociale, environnementale dans une entreprise cible. Face à de tels constats, les investisseurs doivent remettre en cause la méthode de l'évaluation de l'entreprise cible en général, celle de sa performance et celle de sa valeur en particulier dans le contexte économique actuel. Outre le domaine financier, ce travail les oblige à tenir compte de la performance de l'entreprise cible et des perceptions des acteurs concernés ou des phénomènes

comportementaux dans les autres domaines, y compris sociaux, environnementaux lors de leur processus d'investissement. C'est-à-dire que les investisseurs ont besoin de prendre en compte la réputation de l'entreprise cible sous les yeux des acteurs différents au sein de marchés financiers et ceux réels.

Enfin, l'approche de Paul Amdieu et Véronique Bessière (2010) ne reflète pas entièrement la vision spécifique des investisseurs dans le contexte actuel. Cela explique pourquoi les investisseurs en fait, ne peuvent pas obtenir des informations réelles à l'intérieur de l'entreprise à cause de l'asymétrie d'information. Cela les conduit à se confronter à des limitations des informations disponibles sur le marché.

Face aux contraintes mentionnées ci-dessus, l'approche de Paul Amadiou et Véronique Bessière (2010) ne peuvent pas permettre aux investisseurs d'interpréter tous les problèmes concernant d'asymétrie d'informations entre les acteurs économiques (salariés, banquiers, dirigeants et investisseurs et etc...). Par exemple : outre les dirigeants, les salariés, nous retrouvons le manque de visibilité dans un projet de lancement des nouveaux produits pour les agents économiques extérieurs de l'entreprise (investisseurs) sur les marchés réels. De plus, les émetteurs de titres sont associés à la gestion. Ils bénéficient à ce titre d'asymétries d'information par rapport aux investisseurs à propos de la qualité, des risques et des perspectives de revenu de l'entreprise. Ainsi, l'asymétrie informationnelle reste l'un des problèmes fondamentaux des investisseurs, notamment des gérants des portefeuilles. En finance, ce problème provient du manque de connaissance d'un agent économique et son incapacité à obtenir les informations pertinentes pour évaluer un titre de l'entreprise cible ou une contrepartie. Par conséquent, les investisseurs sont susceptibles de se confronter à l'impossibilité de prendre une décision adéquate.

1.3.2. Les enjeux informationnels des investisseurs

Face à cette difficulté, Elie Cohen (2004) pense que les investisseurs peuvent prendre en considération le rôle de l'information comme l'une des caractéristiques communes des différentes approches. Cette vision semble correspondre au renouvellement de la théorie des organisations en général et de la théorie financière. Dans ce nouveau cadre de théorie financière, les investisseurs continuent à rencontrer certains problèmes soulevés par la production, la diffusion et l'information concernant l'activité et les performances de l'entreprise. Ces problèmes proviennent d'une part, de l'absence d'une méthode d'évaluation appropriée pour réduire efficacement les asymétries d'informations entre les investisseurs et les autres agences économiques concernant l'entreprise étudiée. D'autre part, le développement de la nouvelle technologie de l'information et de la communication intégrant les phénomènes de la mondialisation conduit les investisseurs à être confrontés à la multiplication des informations contenant plusieurs incertitudes et l'avènement de nombreuses sociétés d'informations au cours des dernières années. Dans ce contexte, les investisseurs rencontrent plusieurs difficultés à traiter la multiplicité des informations et de son utilisation plus fortement prédictive. En réalité, ces difficultés proviennent du choix des

informations pertinentes et de la vérification de leur qualité tandis que le volume des informations s'accroît sans cesse. Il semble que ces difficultés dépassent la capacité intellectuelle des investisseurs. Cela montre que les investisseurs manquent d'une méthode de choix et de traitement des informations complètes dans le contexte actuel.

Dans ce contexte économique changeant, les investisseurs doivent trouver une solution efficace afin d'établir une attitude réactive et proactive lorsqu'ils font face aux incertitudes et aux nouveaux enjeux issus de l'environnement incertain. Cela leur permet de s'adapter à des nouveaux contextes financiers pour saisir les bonnes opportunités d'investissement. Il faut remarquer que les investisseurs considèrent non seulement des opportunités des titres mais aussi des risques associés pendant leur processus d'investissement. Dès lors, ils doivent se préparer aux changements prévisibles pour ne pas être surpris par les conséquences indésirables dans le monde financier. Ce travail impose aux investisseurs d'avoir une capacité de définir leurs besoins d'informations, de les collecter, de les traiter, de les analyser, de les archiver, et enfin de diffuser des renseignements synthétiques pertinents à un moment opportun. En réalité, ces étapes rejoignent bien un cycle de renseignement que nous trouvons facilement dans l'approche de l'intelligence économique. Par cette approche, nous avons intérêt à déterminer les attentes des investisseurs, surtout des gérants de fonds en termes de méthodologie adéquate pour le choix d'investissement en mettant en pratique l'intelligence économique dans la finance.

Néanmoins, il est difficile pour les investisseurs de mettre en place un système d'intelligence économique dans leurs processus d'investissement. Comme nous avons souligné dans le chapitre 3, ils ont deux types de processus d'investissement bien connus: "TOP -DOWN" et "BOTTOM - UP". A côté de cela, nous trouvons également de nombreuses variantes qui sont issues de ces deux types de base. En fait, les investisseurs, notamment les gérants de fonds ne s'engagent pas totalement en procédant d'un seul type de processus d'investissement. Notons que pendant ces types de processus, les investisseurs doivent toujours se confronter à des contraintes dans leurs décisions. Il s'agit des contraintes liées au temps, d'une part, celles liées aux choix, d'autre part, et en plus, celles liées aux changements réglementaires. Ces contraintes conduisent les investisseurs à ne pas pouvoir choisir les titres qu'ils souhaitent. Dès lors, la liberté de choix des investisseurs est limitée par ces contraintes. Dans ce contexte, les investisseurs nécessitent un système d'intelligence économique pour régler ces contraintes. Ce système proposera également aux investisseurs une solution plus adaptée par l'anticipation (détection anticipée des événements et des changements réglementaires), par l'amélioration des connaissances pour le choix. En fait, les investisseurs institutionnels, notamment les gérants de fonds d'investissement doivent reposer sur leurs comités de décision et sur l'ensemble des contraintes différentes pour prendre leurs décisions. Néanmoins, la difficulté de mise en place du système d'intelligence économique réside dans la bonne animation afin de créer l'intelligence collective pour produire la bonne prise de décision. De plus, les investisseurs n'utilisent pas un système de critères d'évaluation identique pour tous les secteurs ou les sous-secteurs et les entreprises dans les mêmes marchés financiers, alors que l'approche d'intelligence économique doit être appliquée systématiquement dans tous les deux processus bien connus mentionnées ci-dessus, d'où cette difficulté. Face à tels constats,

ils semblent manquer aux investisseurs institutionnels une démarche complète de l'évaluation de l'entreprise cible qui soit appliquée dans leur processus de prise de décision d'investissement dans un contexte changeant. A partir de cela, une question s'est posée pour nous : « Comment pouvons – nous proposer aux investisseurs institutionnels vietnamiens un modèle de prise de décision en situation d'incertitude ou un système de renseignement pertinent renouvelant l'approche traditionnelle utilisée par les prévisionnistes et analystes financiers ? »

Nous pouvons transformer cette question en deux sous questions suivantes :

Question a : « Comment pouvons - nous construire un outil d'aide à la décision pour guider les choix d'investissements des investisseurs institutionnels vietnamiens en renouvelant l'approche traditionnelle par l'approche d'intelligence financière ? »

Question b : « Comment pouvons – nous construire un outil de prise de décision en situation d'incertitude pour anticiper les menaces sur le marché financier lorsque les investisseurs institutionnels vietnamiens font la gestion de leurs portefeuilles ? »

2 Modèle de la prise de décision de Simon dans le processus d'investissement des investisseurs

2.1 Rappel de la rationalité limitée et l'application dans le monde financier

A travers la partie I de notre thèse, nous pouvons comprendre généralement les étapes de prises de décisions d'investissement au sein d'une société de gestion de portefeuille. Cette partie nous montre également les contraintes auxquelles les gestionnaires de portefeuille doivent se confronter lors de leur processus d'investissement. De plus, les investisseurs ont aussi du mal à utiliser les outils issus des approches de l'analyse financière et celles des prévisionnistes financières. Dès lors, il semble qu'aucune démarche adéquate ne leur permet d'effectuer leur choix d'investissement de façon efficace. En fait, ce problème provient également des enjeux informationnels mentionnés ci-dessus. Sous l'effet de ces contraintes et des enjeux informationnels, les investisseurs institutionnels ne peuvent pas trouver une solution permettant d'optimiser leur utilité. En effet, il est très difficile pour les investisseurs de choisir une entreprise cible ayant à la fois une rentabilité élevée et moins de risque. Cela montre l'absence d'un cadre de réflexion complet des investisseurs institutionnels dans le choix d'investissement en général et dans l'évaluation de la valeur de l'entreprise cible en particulier.

De tels constats, les investisseurs institutionnels peuvent s'inspirer du concept de la « rationalité limitée » proposée par H.Simon sur la manière dont les êtres humains prennent leurs décisions (Campitelli, Guillermo; Gobet, Fernand, 2010). A partir de cela, ils peuvent construire une méthode pertinente dans leur choix d'investissement. Dans son cadre

d'analyse, H.Simon ne considère plus l'individu comme un agent aux attentes « rationnelles » optimisant son utilité mais comme un être dont les capacités de survie et les stratégies suivies sont liées à une sélection naturelle sur de nombreuses générations dans un milieu donné (rationalité limitée). Par conséquent, le comportement des individus est fortement impliqué par l'environnement dans lequel ils ont effectué leurs sélections. Ainsi, cette vision influence non seulement sur les gènes mais aussi sur les normes sociales et culturelles. En outre, elle aide également les investisseurs à bâtir leurs propres stratégies d'investissement. Il faut noter que ces stratégies correspondent à un contexte ou à un environnement défini et ne sont pas nécessairement optimales ni même appropriées dans le cadre de conditions différentes. En fait, la vision de ces stratégies semble s'approprier à celle d'Herbert Simon (Simon, 1955) pour qui l'optimisation telle que sous entendue par les modèles économiques rationnels appliqués aux décisions des consommateurs est irréaliste au vue des limites cognitives humaines et des coûts (efforts) nécessaires liés à ce processus. Dès lors, les investisseurs peuvent s'inspirer de la vision alternative de Simon dans laquelle ils se contentent de solutions satisfaisantes bien que non optimales. De plus, ils s'appuient également sur le terme « satisficing » inventé par Simon (que nous ne traduirons pas afin d'éviter un barbarisme inutile) lors de leur choix d'investissement. Cela permet aux investisseurs de développer le processus de recherche de solution qu'il oppose à l'optimisation.

Dans le contexte économique actuel, les investisseurs doivent faire face à de nombreuses contraintes différentes (les limites des informations acquises, celles cognitives de leurs esprits, les contraintes réglementaires...) lors de leur processus d'investissement. Comme nous avons mentionné ci-dessus, ces contraintes sont constituées sous l'effet du développement de la technologie de l'information et de la communication, celui de l'asymétrie d'information, celui de la globalisation. Par conséquent, les investisseurs doivent se confronter à de nombreuses informations différentes concernant les cibles d'investissement mais ils ne sont pas sûrs de la qualité de ces informations. Pendant ce temps, le volume de ces informations ne cesse d'augmenter. D'ailleurs, les investisseurs rencontrent certaines difficultés à collecter des informations pertinentes lors de leurs processus car certains acteurs détenant ces informations ne veulent pas les diffuser pour protéger leur intérêt particulier ainsi que les intérêts de leurs organisations. Ces contraintes mettent les investisseurs en difficulté dans leur cognition. Dans ce contexte, les investisseurs ne peuvent que prendre leurs décisions d'investissement en se basant sur les informations disponibles dont la qualité est vérifiée. Cela explique pourquoi ils ne s'engagent pas dans une démarche d'investissement fixe (Bottom - Up ou Top - Down, d'autres démarches). A partir de tels constats, nous envisageons le cas où les investisseurs ont tendance à choisir une entreprise cible pour investir lors de leurs processus d'investissement. Ainsi, la question est posée pour les investisseurs, notamment les gestionnaires de portefeuille "Comment les gestionnaires de portefeuille peuvent-ils prendre les décisions d'investissement dans le contexte changeant ?".

Il faut noter que le processus d'investissement des gérants de portefeuilles consiste à deux phases alternatives. Pour la première phase d'investissement, les investisseurs doivent répondre à la question suivante : "Est-ce-qu'ils décident d'acheter les titres de l'entreprise cible ?". Pour avoir une réponse appropriée, ils doivent mettre en place un système de veille

d'opportunité d'investissement. Ce travail les oblige à définir les étapes nécessaires et les démarches lors de leur choix d'investissement. Face à tels constats, les investisseurs ont intérêt à consulter les systèmes de la prise de décision proposés par de nombreux auteurs et par des autres professionnels. A partir de cela, ils peuvent construire leur propre système de veille d'opportunité. Une fois, la décision d'investissement prise (l'achat des titres), ils doivent continuer à faire la gestion de risques d'investissement grâce à un autre système de surveillance d'informations financières (veille de risques d'investissement). Cela permet aux investisseurs d'éviter des risques inattendus et de créer des bons repères pour prendre la meilleure décision d'investissement (acheter plus des titres ou les maintenir ou les vendre) dans le futur. Il faut noter que cette deuxième phase repose également sur le premier système. Cependant, les investisseurs doivent ajuster ce système lorsqu'ils peuvent accéder librement à certaines informations privilégiées. Cela est le cas si les investisseurs institutionnels deviennent les actionnaires majoritaires de l'entreprise cible détenant le droit de son contrôle.

Dans un premier temps, les investisseurs institutionnels persistent à prendre leurs décisions de façon rationnelle. Cela les oblige à prendre en compte certaines contraintes mentionnées ci-dessus lors de leur processus d'investissement. Ensuite, les investisseurs doivent tenir compte des éléments psychologiques dans les décisions des investisseurs.

2.2 La vision de Simon sur la prise de décision et ses applications pour les investisseurs institutionnels

A l'inverse des hypothèses de la théorie économique classique, H.Simon pense que les critères appropriés de la prise de décision ne sont pas toujours fixés. En fait, elles varient en fonction du degré de l'expertise du preneur de décisions, des caractéristiques de l'environnement, de l'attribution de tâche et de l'état actuel de la recherche d'information, y compris des informations collectées depuis long temps. A travers la théorie de la décision rationnelle limitée, les individus peuvent prendre leurs décisions en s'appuyant sur la somme des calculs adéquate et des informations incomplètes. Cela explique pourquoi ils peuvent prendre leurs bonnes décisions sans tenir compte de toutes les solutions alternatives. Ces constats semblent correspondre au processus de la prise de décision des investisseurs dans ce contexte économique actuel. Comme nous avons mentionné ci-dessus, la plupart des investisseurs, notamment les investisseurs institutionnels n'ont pas un système des critères communs d'évaluation pour l'ensemble des secteurs, des sous-secteurs et ainsi que les entreprises cibles lors de leur processus d'investissement. Pour chaque secteur, chaque sous secteur, chaque entreprise cible, ils doivent déterminer un système propre des critères de l'évaluation d'investissement. Pour ce faire, les investisseurs, notamment les gérants de portefeuilles s'appuient souvent sur l'ensemble des éléments tels que leur degré d'expertise, les caractéristiques de l'environnement dans lequel ils effectuent les choix d'investissement (les secteurs, les sous-secteurs, l'entreprise cible), les objectifs définis de leur fonds d'investissement et l'état actuel de l'ensemble des informations acquises. A partir de cela, ils peuvent également définir la hiérarchie spécifique des critères d'évaluation afin de préparer leurs calculs appropriés et leurs prises adéquate de décision malgré des informations

incomplètes. Ce travail leur permettra de déterminer les secteurs intéressants, les sous-secteurs et l'entreprise cible dans lesquels les investisseurs sont prêts à investir leur argent. Néanmoins, il faut noter que l'ensemble de ces éléments mentionnés ci-dessus se varient au fil du temps. Dès lors, les gérants de portefeuilles ne peuvent pas appliquer un système commun de critères d'évaluation d'investissement pour tous les secteurs, les sous secteurs, l'entreprise cible pendant longtemps. Dans ce contexte, ils doivent développer et ajuster leur système des critères d'évaluation d'investissement en permanence pour chaque cible d'investissement. De telles constations nous conduit à rendre compte que : " Quant à chaque cible d'investissement, les investisseurs institutionnels peuvent construire une hiérarchie spécifique des critères d'évaluation afin de préparer leur choix d'investissement". De plus, elles nous permettent d'expliquer pourquoi les investisseurs ne peuvent pas s'engager à une démarche commune de la prise de décision d'investissement (Top - Down ou Bottom - Up) dans le contexte économique actuel.

Dans la théorie de la rationalité limitée, H.Simon présente deux recherches différentes dans le processus de la prise de décision:

- H.Simon a testé la première recherche dans le laboratoire psychologique. Elle est également appliquée dans le domaine dans lequel les individus se confrontent aux situations simples de la prise de décisions. Dans ce contexte, il se comporte selon que la théorie de décision prédite. (L'approche déductive).
- Dans la deuxième recherche, H.Simon applique les expérimentations psychologiques pour examiner le détail de la prise de décision dans le processus actuel.

Dans le domaine financier, la plupart des investisseurs semble utiliser souvent les deux recherches mentionnées ci -dessus de façon alternative pour préparer leurs décisions lors de leurs processus d'investissement. En effet, les investisseurs doivent collecter l'ensemble des informations concernant l'entreprise cible et ses environnements (ses marchés de biens et de services, ses marchés financiers), de les traiter, de les synthétiser avant de prendre leurs décisions d'investissement. Il faut noter que dans certains cas, cette entreprise se situe dans les domaines dans lesquels les investisseurs peuvent avoir des bonnes connaissances, des expériences pour comprendre très bien leurs fonctionnements. Ces domaines leur permettent de définir facilement les critères d'évaluation d'investissement plus efficaces que les autres domaines dans lesquels ils ont peu de bonnes connaissances. (Marchés financiers - non experts)

Selon H.Simon, les individus doivent prendre en compte trois aspects lorsqu'ils examinent leur processus de la prise de décision. En premier lieu, il ne faut pas prendre les décisions en se basant en priorité sur les critères logiques, statistiques issus des modèles formels. En deuxième lieu, il faut prendre en compte trois facteurs lorsque les individus prennent leurs décisions: le type de tâche (définir les objectifs des investisseurs), les caractéristiques de l'environnement et les caractéristiques distinctes du système cognitif constituant les décisions. Ces derniers contiennent des connaissances précédentes ou de l'expert de preneur de décision.

Enfin, en connexion à la collection des données empiriques, il faut développer un modèle informatique formel pour le processus de la prise de décision. Leurs prédictions doivent être confrontées aux comportements humains. Face à tels constats, les investisseurs doivent remettre en cause l'adéquation de la vision de H.Simon sur ces trois aspects lorsqu'ils développent leur processus de la prise de décision d'investissement.

Cependant, il faut noter que la plupart des écoles de commerce, des universités enseignent rarement la méthode de la prise de décision proposée par H.Simon dans les programmes d'enseignement financier. Pendant ce temps, elles ont tendance à enseigner plusieurs méthodes d'évaluation d'investissement, les outils d'aide à la décision issus de la théorie économique classique. De plus, les investisseurs institutionnels, notamment les gestionnaires de portefeuille, continuent à utiliser ces outils pour effectuer les choix d'investissement, et faire la gestion de risque dans la pratique malgré certaines limites de ces outils. Ces constats expliquent pourquoi les investisseurs subissent fortement l'influence des modèles de la théorie économique néoclassique lors de leur prise de décision.

Dans ces modèles, les agents économiques (les investisseurs) sont supposés se comporter de façon rationnelle parfaite. Dans ce contexte, ils peuvent préparer leurs décisions en s'appuyant à priori sur les critères logiques, statistiques issus de ces modèles. Toutefois, comme nous avons mentionné dans le chapitre 1 de notre thèse, la chute de nombreux fonds d'investissement et des organismes financiers montre la limite de la vision lorsque les investisseurs appliquent les modèles de la prise de décision issus de la théorie économique néoclassique. D'ailleurs, cette vision a été critiquée par de nombreux des auteurs, notamment H.Simon car elle devient illusoire dans le contexte économique actuel. Il faut rappeler que l'ensemble de ces auteurs accepte la vision de H.Simon que les agents économiques (les investisseurs) ne sont pas rationnel parfaits. En fait, ces auteurs s'inspirent de la recherche psychologique pour développer leur cadre de la recherche de la prise de décision de façon empirique. Taversky et Kahneman proposent "les biaisés rationnels", l'une des approches importantes dans cette recherche. Alors que H.Simon tend à étudier le processus de système cognitif pour développer le modèle de la prise de décision issu de la théorie de la rationalité limitée, Taversky et Kahneman réalisent plusieurs recherches différentes pour vérifier l'efficacité de prédictions de la théorie de la rationalité parfaite. Comme nous avons mentionné dans le chapitre 2 de notre thèse, ces deux auteurs sont susceptibles de montrer qu'il existe plusieurs façons de divergence entre les résultats de décisions des individus et leurs souhaits développés en basant sur la théorie économique néoclassique. Ils ont montré la faille des investisseurs dans leurs prévisions lorsqu'ils utilisent des chiffres et divers types de probabilités issus de la théorie économique néoclassique. En fait, les investisseurs rencontrent souvent ces phénomènes lorsqu'ils prennent leurs décisions sur les marchés financiers. A partir de telles constatations, les investisseurs peuvent prendre en considération de l'application de la vision de H.Simon sur la prise de décision d'investissement dans le contexte économique actuel.

Comme nous avons mentionné ci-dessus, les investisseurs doivent évaluer l'entreprise cible sur les marchés financiers et les marchés réels (les marchés de biens et de services) lors de

leur processus d'investissement. Ces travaux leur permettront de préparer des analyses, des arguments afin de prendre leurs décisions d'investissement. Néanmoins, une question importante est posée pour l'ensemble des investisseurs, notamment les investisseurs institutionnels "Comment peuvent-ils prendre les décisions d'investissement sur les marchés financiers et sur les marchés réels dans le contexte économique changeant?". Pour répondre à cette question, les investisseurs doivent prendre en considération leurs objectifs d'investissement, les caractéristiques de l'environnement des marchés financiers et celles de l'environnement des marchés réels dans lesquels leurs entreprises se trouvent. Enfin, ils doivent tenir compte des caractéristiques du système cognitif des investisseurs.

Comme nous avons mentionné dans la partie I de notre thèse, les gérants de portefeuilles peuvent avoir plusieurs styles de gestion d'investissement dans leur société de gestion des portefeuilles (gestion active, gestion passive, gestion alternative, gestion extra-financière). Le choix de style de gestion d'investissement des gérants de portefeuilles influence directement sur l'ensemble de leurs décisions d'investissement. Cela peut laisser des conséquences graves sur la performance de ces sociétés de gestion au sein de marchés financiers. Il faut noter que ce choix est établi et mis en place en fonction des objectifs d'investissement de leurs sociétés. Pour avoir des bonnes décisions d'investissement et augmenter la performance de leurs sociétés de gestion, les investisseurs institutionnels, notamment les gérants de portefeuilles doivent définir leurs objectifs d'investissement lors de leur processus d'investissement. A partir de cela, les investisseurs peuvent définir les critères d'évaluation d'investissement pour prendre la décision d'investissement dans les deux cycles de renseignement que nous avons mentionnés ci-dessus.

Outre les objectifs d'investissement, les investisseurs institutionnels, notamment les gérants de portefeuilles doivent prendre en compte les caractéristiques de l'environnement lors de leur processus d'investissement. Il faut noter que l'environnement comprend les marchés financiers et les marchés réels auxquels l'entreprise cible participe.

En général, les marchés financiers se trouvent dans l'environnement complexe dans lequel les investisseurs doivent se confronter souvent à des phénomènes anomalies. Sous l'influence de la nouvelle technologie de l'information et de la communication et de la globalisation économique, ces phénomènes anomalies ont tendance à apparaître de plus en plus nombreux, à changer sans cesse et affectent le prix de titres des entreprises cibles. Dans la plupart des cas, les investisseurs doivent collecter des informations complémentaires à partir du passé pour interpréter ces phénomènes. Ce travail leur permet de développer leurs raisonnements, leurs analyses sur les perspectives des entreprises cibles et les conséquences potentielles issues de ces phénomènes. Néanmoins, certains phénomènes anomalies conduisent les investisseurs à faire face à des conséquences extrêmes bien que la probabilité de la répétition de ces phénomènes soit très rare. Par conséquent, les investisseurs ont du mal à extrapoler leurs heuristiques pour proposer leurs bonnes prévisions concernant les perspectives de leurs entreprises cibles dans ces marchés. Face à de tels constats, il semble qu'il n'y a pas d'experts financiers dans les domaines financiers, notamment dans les marchés financiers. Cela correspond aux opinions de Taleb (2008) dans la distinction entre les secteurs ou les domaines

ayant des experts et ceux - non experts. Dans son livre "Le cygne Noir - la puissance de l'imprévisible", il a remarqué que "pour montrer qu'un secteur n'a pas d'experts, il faut démontrer l'inutilité des experts dans ce secteur. De plus, Taleb pense que les phénomènes anomalies tendent à changer et à porter des caractéristiques des phénomènes de "Cygne - noir". Il faut noter que ces derniers ne proviennent pas des résultats de la logique et apparaissent souvent dans un monde changeant (Extrémistan) alors que, les experts développent efficacement leurs logiques, leurs raisonnements dans un environnement stable (Médiocristan). Dans ce contexte, les investisseurs doivent donc prendre en considérations des évaluations, des recommandations des acteurs considérés comme des experts financiers de façon sélective sur les marchés financiers avant de prendre leurs décisions finales d'investissement.

Comme autant de caractéristiques des marchés financiers, les marchés réels (les marchés de biens et de services) sont caractérisés par des changements rapides de leurs structures, des autres mouvements remarquables tels que de la disparition de certains sous-secteurs, de l'apparition d'autres industries plus modernes et plus sophistiquées.... Avec le développement de la NTIC et de la globalisation économique, ces changements apparaissent de plus en plus nombreux et affectent rapidement la valeur des entreprises cibles et le positionnement au sein de leurs environnements (secteurs, sous secteurs). Cela oblige les investisseurs à trouver une solution efficace pour détecter des signaux faibles constituant des éléments avant coureurs d'un changement de tendance. Pour ce faire, les investisseurs doivent collecter des informations pertinentes et utiliser les analyses stratégiques et les analyses de la finance d'entreprise depuis l'extérieur de l'entreprise cible pour les traiter et les synthétiser. Comme nous avons mentionné ci-dessus, la multiplication des informations diffusées par plusieurs acteurs différents et l'absence des informations utiles sont considérées comme les contraintes informationnelles majeures lors de leur prise de décision. En fait, l'absence des informations utiles provient des phénomènes d'asymétrie d'information entre les investisseurs et les parties prenantes (les dirigeants, les fournisseurs, les clients, les sociétés civiles...). Dans la plupart des cas, les investisseurs ne peuvent pas trouver les informations nécessaires sous l'effet de l'asymétrie d'information. Malgré cette contrainte, ils doivent continuer à s'appuyer sur les informations incomplètes pour préparer leurs décisions. En outre, les investisseurs doivent théoriquement vérifier la qualité des informations acquises lorsqu'ils se confrontent à la multiplication des informations dans le contexte économique actuel. Dans la pratique, ce travail engendre de nombreux coûts et dépasse la capacité intellectuelle des investisseurs. Face à ces limites cognitives humaines et des coûts liés à ce processus, les investisseurs doivent s'appuyer sur leur connaissance et leur degré d'expert sur les domaines que les entreprises cibles se fonctionnent et se contenter des informations acquises. A partir de cela, ils peuvent proposer et prendre en considération certaines options de scénarios potentiels concernant les perspectives de l'entreprise cible au lieu de tenir compte de l'ensemble des options possibles. Dans ce contexte, le concept "satisficing" proposé par H.Simon prend le sens pour les investisseurs.

Après avoir pris en considération des caractéristiques de l'environnement, il faut remettre en cause l'utilisation du système cognitif des investisseurs lorsqu'ils prennent leur décision

d'investissement dans le monde économique changeant. Ce travail nous permet de bien comprendre les étapes de la prise de décision d'un investisseur dans ce contexte actuel.

Il faut noter qu'aujourd'hui, les investisseurs doivent se confronter à la coexistence de deux mondes qui se comportent des caractéristiques différentes : Médiocristan et Extrémistan. En effet, les marchés financiers sont connus comme un lieu où les investisseurs rencontrent souvent les phénomènes de Cygne Noir et les phénomènes obéissant la loi Gaussienne (la loi Normale). Dans le monde de Médiocristan, ils peuvent se sentir tranquilles avec des données mesurées à condition que ces dernières proviennent sûrement de Médiocristan. Dans ce monde, les investisseurs ne sont pas surpris par ces phénomènes ayant des caractéristiques des phénomènes de Cygne Noir. En d'autres termes, il n'existe pas un phénomène isolé qui peut affecter gravement l'ensemble de l'entreprise cible dans le monde Médiocristan. Cela permet aux investisseurs de construire une méthode de gestion de risque dans le contexte actuel. Selon Taleb, plus les individus collectent les informations, plus leur connaissance résultant de ces informations augmente. Cette idée semble bien correspondre au contexte des investisseurs dans le monde de Médiocristan.

A l'inverse des caractéristiques du monde de Médiocristan, le monde d'Extrémistan conduit les investisseurs à rencontrer plusieurs difficultés dans la recherche d'une valeur moyenne à partir de n'importe quel échantillon (la perception de l'image de l'entreprise cible de l'ensemble des parties prenantes ou la réputation perceptible des parties prenantes) car ces derniers dépendent de nombreuses observations isolées. Dans le monde d'Extrémistan, Taleb pense qu'une idée issue d'une observation isolée (un commentaire d'une partie prenante) peut engendrer un grand impact sur l'ensemble de l'entreprise cible. Dans ce monde, les investisseurs doivent se douter de la connaissance résultant des données. Il faut noter que cette connaissance se développe de façon lente et erratique lorsque les données (les informations) augmentent, avec une croissance ayant une vitesse que personne ne connaît.

Selon Taleb, les experts ne fonctionnent efficacement que dans le monde Médiocristan. De plus, il devient inutile s'ils travaillent dans le monde Extrémistan. Cette proposition nous suggère de considérer les investisseurs institutionnels, notamment les gérants de portefeuilles comme les experts dans la prise de décision au sein du monde Médiocristan. Dans ce contexte, ils peuvent appliquer un système cognitif d'expert lorsqu'ils prennent leurs décisions. Cependant, les investisseurs peuvent en fait, rencontrer certains phénomènes extrêmes dans le monde Médiocristan, mais cela est rare. Comme nous avons mentionné dans le chapitre 1 de notre thèse, les experts peuvent commettre des erreurs issues des biais cognitifs et des biais affectifs. Ainsi, ils peuvent ignorer facilement certains phénomènes incertains. Cela explique pourquoi certains investisseurs (des experts dans la prise de décision d'investissement) ne prennent en considération que les évaluations de titres de l'entreprise cible en se basant sur les analyses de la finance de marché (les outils d'investissement statistiques) mais sans tenir compte des autres évaluations en se reposant sur les analyses de la finance d'entreprise et sur les analyses stratégiques.

Aujourd'hui, sous l'effet de la globalisation et du développement de la nouvelle technologie de l'information et de la communication, les investisseurs sont en train de passer à un monde d'Extrêmistan dans lequel ils doivent se confronter de plus en plus à des phénomènes extrêmes. Ces phénomènes extrêmes laissent souvent des conséquences graves pour les investisseurs malgré de leur probabilité rare. Par exemple : la crise "Supprime" 2008 a laissé ses conséquences graves pour le monde entier pendant longtemps. A travers ces constats, il semble que les investisseurs institutionnels, les financiers manquent d'une méthode de prise de décision dans le contexte économique turbulent (Extrêmistan). Ainsi, nous avons intérêt à développer cette méthode plus loin.

Face à de telles constations, nous devons remettre en cause le système de la prise de décision dans ces deux mondes (Médiocristan et Extrêmistan).

Pour bien comprendre les caractéristiques du processus de la prise de décision dans le monde Médiocristan, nous devons rappeler brièvement les modèles des caractéristiques du système cognitif utilisés par un preneur de décision. Dans l'article " L'approche de la prise de décision de Simon - Investigation de la procédure cognitive des experts", Guillermo Campitelli, ont classifié deux approches des systèmes cognitifs des experts" dans le contexte actuel.

En première approche, les chercheurs dans le domaine d'expert proposent une approche dans laquelle les preneurs de décisions utilisent un modèle général de la cognition plutôt qu'un modèle spécifique de la cognition lors de leurs prises de décisions. Dans cette approche, le modèle général de la cognition contient de nombreux de sous-systèmes (par exemple : la mémoire court -terme, la mémoire long terme et mind's eye). Ces sous-systèmes permettent aux preneurs de décision de traiter des domaines spécifiques. Cependant, ils ne correspondent pas à ceux proposés par l'approche de dual-systèmes. En fait, le système général de la cognition aide les preneurs de décision à avoir un raisonnement automatiquement avec peu de leurs efforts et d'utiliser leurs heuristiques alors que les sous-systèmes se reposent sur leur volonté, leur effort et certains leurs règlements de base. Ainsi, le système général de la cognition permet de proposer des solutions plus intuitives pour résoudre un problème tandis que les sous-systèmes engagent dans un processus de raisonnement plus systématique qui conduit à une solution précise.

En deuxième approche, pour les chercheurs qui accordent l'approche de Simon dans la prise de décision, le processus de la prise de décision d'un expert contient un système général de la cognition et ne développe pas un module spécifique ou d'un domaine spécifique dans la prise de décision. Cependant, la reconnaissance de connaissance d'un domaine spécifique, appelée par morceaux ou modèle, est acquise à travers des expériences et stockée dans la mémoire long terme.

Face à de tels constats, les caractéristiques du processus de la prise de décisions des investisseurs institutionnels semblent correspondre bien à la première approche du système cognitif des experts dans le monde de Médiocristan. En effet, les investisseurs peuvent utiliser les modèles d'évaluation des actifs issus de la théorie financière néoclassique pour reconnaître

le modèle de la décision sur les marchés financiers lors de leurs prises de décisions. De ce fait, ils peuvent évaluer l'entreprise cible sur les marchés financiers de façon automatique, avec leur heuristique sans de leurs efforts. Pendant ce temps, les investisseurs doivent réserver plus d'efforts et définir les critères d'évaluations d'investissement pour constituer un seul système de raisonnement systématique lorsqu'ils envisagent l'entreprise cible sur les marchés réels (marchés des biens et des services) et sur les marchés de capitaux. Ce processus semble porter des caractéristiques du sous-système dans lequel les investisseurs doivent se confronter à des décisions dans le domaine spécifique.

Dans la pratique, les investisseurs peuvent acquérir leurs expériences d'investissement, voire l'évolution du temps lorsqu'ils effectuent leur choix d'investissement sur de nombreux des secteurs différents. Chaque secteur spécifique leur apporte des données expérimentales permettant de constituer leur expérience sur les marchés financiers (marchés de capitaux, marchés boursiers), sur les marchés réels (marchés des biens, marchés des services). Il faut noter que dans le monde de Médiocristan, les investisseurs peuvent rencontrer certains mêmes phénomènes (des risques, des opportunités) dans ces marchés plusieurs fois car ces phénomènes obéissent à la loi Normale. Dans ce contexte, les investisseurs ont intérêt à développer un check-list de risques ou une liste de questions et de réponses permettant de proposer les solutions, les prévisions pour interpréter automatiquement ces phénomènes. Néanmoins, ils doivent comparer ces solutions, ces prévisions au contexte économique réel et à leurs comportements lors de leurs prises de décision. Ces constats semblent correspondre à la troisième proposition de Simon dans un processus de la prise de décision.

En résumé, les investisseurs peuvent s'inspirer de la vision de Simon pour développer un système d'experts de la prise de décision d'investissement dans un monde de Médiocristan. Néanmoins, les investisseurs ou les experts dans la prise de décision d'investissement semblent ignorer certains phénomènes incertains dans le contexte économique changeant. Cela peut les conduire à se confronter à des conséquences graves issues de l'ignorance de ces phénomènes. Ainsi, les investisseurs doivent remettre en cause ces limites de ce système dans ce contexte actuel.

2.3 Le processus de la prise de décision de Simon

Comme nous avons mentionné ci- dessus, Simon a critiqué la mise en place de tous les modèles issus des théories économiques néoclassiques lors d'un processus de la prise de décision. Au contraire, il a pris en considération la science expérimentale: psychologie dans ce processus. Outre la mise en place de la psychologie dans la résolution de problèmes économiques, organisationnels, il révolutionne le domaine psychologique en présentant un nouvel paradigme du traitement d'information. Cela entraîne une révolution cognitive dans les années 1950. Dès cette révolution, les individus commencent à prendre en compte la psychologie dans leurs expériences lorsqu'ils utilisent les modèles formels de calcul de traitement cognitif.

Pour comprendre l'approche expérimentale, "Comment les agences (économiques) peuvent prendre les décisions ?", Simon et ses collègues ont donné un "Puzzle" (Par exemple : la tour de Hanoi) aux participants. Ils leur demandent de résoudre un puzzle particulier en pensant à haute voix. Ils rendent compte que les protocoles de la réflexion à haute voix obtenus par cette méthode ont été utilisés pour la recherche de modèle typique dans le processus de réflexion. En fait, ce puzzle a une caractéristique principale: il existe toujours un état initial et un but bien défini que les participants doivent atteindre. Entre ces deux états, il existe toujours un nombre d'états intermédiaires. La variation de la quantité de ces états intermédiaires dépend de la difficulté de la tâche. Newell et Simon (1972) constatent que les participants ne prennent pas en considération tous les problèmes issus des états intermédiaires car la quantité de ces derniers est trop nombreuse à résoudre. Pour résoudre cette difficulté, les participants utilisent les stratégies de réduire la quantité des états intermédiaires qu'ils doivent prendre en considération pour atteindre le but défini. Ces stratégies sont connues sous le nom : "les stratégies heuristiques". En général, l'heuristique est développée sous "la règle d'or" (en anglais: "rules of thumb") qui ne garantit pas la résolution du problème. Néanmoins, les agences (économiques) réussissent souvent à les utiliser pour gagner du temps et des efforts. De plus, Newell et Simon ont proposé une des heuristiques importantes lors d'un processus de décision: l'analyse de la fin du sens (en anglais: means-end analysis). Cette heuristique oblige les participants à créer un sous - objectif qui permet de réduire la différence entre l'état actuel et l'état du but final. Ensuite, ces participants doivent sélectionner les actions permettant de résoudre ce sous - objectif.

Dans les travaux de recherche, Kotovsky, Hayes and Simon (1985) ont montré une autre violation de la rationalité parfaite dans la prise de décision. Selon eux, les participants ont du mal à régler les problèmes ayant la même structure et sont superficiellement pour le puzzle de "la tour de Hanoi". A partir de ce constat, il existe apparemment une différence dans la mise en place du système cognitif entre les participants.

Dans l'approche de la résolution de problème, Simon propose de ne pas utiliser des connaissances précédentes lorsqu'ils règlent des problèmes de façon générale. Cependant, dans sa recherche d'expertise de la décision, il prend en considération des problèmes dont la solution nécessite de la connaissance issue du domaine spécifique. Dans ses travaux de recherche, Simon a étudié quelle différence des connaissances précédentes des participants affecte sur leur processus de la prise de décision. De plus, il a une recherche pour évaluer le niveau individuel différent de l'expertise dans la résolution du domaine spécifique.

Dans un domaine de la recherche spécifique, Simon et d'autres chercheurs ont rendu compte des différences entre experts et novices dans la prise de décision. Pour ce faire, De Groot (1946/1973) a pris en considération de la façon de la prise de décision des grands maîtres et de celle des novices dans le jeu d'échec. Il a constaté que dans les situations de la résolution de problèmes, les grands maîtres (experts) choisissent d'analyser des mouvements plus sélectifs que les joueurs ayant un niveau intermédiaire. En 1981, Chi, Glaser et Jervis relèvent que les experts physiciens se focalisent aux aspects approfondis et extraits des problèmes alors que, les novices tendent à se concentrer aux aspects superficiels. En 1973, Chase et Simon

proposent la théorie de morceau. Dans cette théorie, ces auteurs pensent que les débutants joueurs prennent en considération l'échiquier comme un groupe de pièces déconnectés. Au contraire, les experts joueurs le perçoivent comme une collection de morceaux, chaque morceau représente un groupe de 4 pièces. Cette façon de la représentation de la position de l'échec est considérée comme des connaissances du domaine spécifique et enregistrée dans la mémoire long terme.

Selon Chase et Simon (1973), le système cognitif d'experts ne diffère pas de celui de novices. Il faut noter que la structure du système cognitif d'experts ne subit pas l'effet des efforts et des expériences. Cependant, ces éléments aident les experts à prendre la décision plus efficacement. A travers leurs connaissances, les experts peuvent éviter d'explorer les alternatives inutiles. Cela leur permet de gagner du temps. En d'autres termes, les experts prennent en considération des problèmes plus sélectifs lors de leur processus de la prise de décision.

En 1996, Gobet et Simon ont remis en cause la théorie de morceau (chunking theorie) proposée par Chase et Simon (1973) dans un contexte plus complexe. Selon Gobet et Simon (1996), les morceaux cognitifs des experts peuvent se transformer en ceux ayant les structures plus complexes, intitulés modèles. Ces derniers sont enregistrés dans la mémoire long terme et plus larges que les morceaux. De plus, ils ont des créneaux dans lesquels les informations complémentaires sont également ajoutées. En fait, on peut utiliser cette théorie dans un modèle de calcul et elle explique très bien des données obtenues dans les expériences avec les joueurs experts des échecs, les physiciens experts et les programmeurs informatiques (Gobet, Lane, Croker, Cheng, Jones, Oliver, & Pine, 2001; Simon & Gobet, 2000). Dans son approche de la prise de décision d'experts, Simon relève que les experts sont souvent plus sélectifs, utilisent leurs heuristiques et leurs méthodes d'évaluation plus efficacement. Cela les aide à choisir les meilleures options. D'ailleurs, Simon montre que le système cognitif d'experts n'est pas différent de celui des novices. Ce constat suggère que les experts peuvent mettre en place un seuil de satisfaction plus grand en étant plus sélectif, plus efficace pour les problèmes dans lesquels ils doivent se focaliser probablement à des solutions, alors que les individus moins experts ont tendance à considérer ces alternatives pas importantes. En résumé, les experts ne sont pas une agence de rationalité parfaite mais ils sont plus sélectifs que les novices.

Les chercheurs psychologiques pensent qu'un processus de la prise de décision n'est pas varié. Cependant, l'évidence montre que ce processus varie en fonction de connaissances acquises. Il faut noter que l'approche de Simon sur la prise de décision d'expert suppose que la capacité de calcul est une fonction de la quantité des connaissances qui varient entre les individus. Ainsi, cette approche n'est pas accordée par les théories économiques classiques. En effet, les hypothèses de cette approche n'assure pas celles de la rationalité parfaite des tous les agences économiques (investisseurs, clients, fournisseurs...) dans lesquelles ils peuvent avoir une capacité d'effectuer tous les calculs nécessaires et d'accéder librement à toutes les informations.

Pour comprendre mieux la méthode de la prise de décision de façon rationnelle d'une expertise dans un domaine, il faut prendre en considération la méthode de la prise de décision de Simon. Dans cette méthode, 3 hypothèses principales sont formulées comme ci-dessous:

Hypothèse 1 : Les décisions ne sont pas effectuées par les agences économiques (investisseurs, dirigeants d'entreprise..) ayant la rationalité parfaite, elles sont prises par les agences économiques ayant la rationalité limitée.

Hypothèse 2 : Le niveau d'expertise du preneur de décision implique la qualité de décisions.

Hypothèse 3 : Pour comprendre le processus de la prise de décision, il est primordial de prendre en considération le processus consistant à une analyse appuyée uniquement sur la performance, mais cela n'est pas suffisant.

A partir de tels constats, les investisseurs s'inspirent du processus de la prise de décision d'expert pour développer leur modèle des choix d'investissement. Dans ce contexte, les investisseurs institutionnels pensent qu'il existe toujours deux états de leur cognition (l'état initial et l'état fini) lors de leurs évaluations sur l'entreprise cible : Leur cognition initiale sur l'entreprise cible et leur objectif du choix d'investissement (acheter, maintenir ou vendre des titres).

Entre ces deux états, les investisseurs doivent passer par plusieurs états intermédiaires de leur cognition sur l'entreprise cible. Ces états intermédiaires reflètent leur cognition sur la qualité de la performance de l'entreprise et ses risques associés. A partir de cela, les investisseurs peuvent proposer certaines hypothèses de scénarios qui leur permet de réfléchir bien sur l'entreprise cible avant de prendre la décision finale. Par exemple: Lors de l'évaluation de l'entreprise cible, ils doivent prendre en considération la solvabilité de l'entreprise. Si ce critère est validé, les investisseurs continueront à évaluer sa capacité de bénéfice. Les états intermédiaires de la cognition aident les investisseurs à avoir une vision réelle sur ses activités. A partir de cela, ils peuvent prendre la décision d'investissement de façon rationnelle.

En réalité, les investisseurs perdent beaucoup du temps et d'effort s'ils doivent prendre en considération plusieurs états intermédiaires de la cognition. Pour résoudre cette difficulté, la méthode de la prise de décision d'expert permet aux investisseurs de réduire certains états intermédiaires de la cognition lors de leur évaluation de l'entreprise cible. Ce travail exige les investisseurs à utiliser « les stratégies heuristiques » afin de décliner les sous-objectifs de leur objectif final.

Afin de répondre aux sous-objectifs, les investisseurs peuvent proposer certains critères d'évaluation différents sous les yeux des expertises. Dans cette approche, ces critères se combinent pour donner les évaluations sur certains déterminants de l'entreprise cible. En réalité, les investisseurs classent ces critères en fonction d'une hiérarchie. Ce travail leur permet de ne pas perdre beaucoup du temps et d'effort pour déterminer rapidement les états

intermédiaires de la cognition. A partir de cela, ils peuvent prendre la décision rationnelle lors de l'évaluation de l'entreprise cible.

En fait, H.Simon (1960) a présenté un modèle de la prise de décision, intitulé le modèle IMC (Intelligence, Modélisation et Choix) pour résoudre les problèmes complexes de la prise de décision dans une organisation. Dans ce contexte, les investisseurs institutionnels peuvent s'inspirer du modèle IMC pour développer leur méthode de la prise de décision d'investissement. Ce processus consiste en 3 phases différentes:

- Phase d'intelligence (Investigation): Cette phase exige les investisseurs institutionnels de déterminer leurs besoins d'informations concernant l'entreprise cible et son environnement. A partir de cela, ils peuvent collecter des données en fonction de leurs besoins d'informations et de leurs objectifs.
- Phase de modélisation (Conception): Cette étape permet aux investisseurs de traiter les informations collectées et de construire des solutions ou des options alternatives, de définir les règles de base, de proposer des méthodes d'évaluation. A partir de cela, ils peuvent établir les sélections dans la phase suivante.
- Phase de Choix (Sélection): Cette étape exige les investisseurs institutionnels de mettre en connexion toutes leurs connaissances, leurs informations acquises avec le modèle de sélection pour sélectionner et évaluer toutes les solutions.

A travers ce modèle de la prise de décision, les investisseurs peuvent préparer leurs décisions d'investissement lorsqu'ils envisagent l'entreprise cible et son environnement sous trois dimensions différentes (finance, économie et social). Ainsi, ce modèle les conduit à tenir compte de toutes les informations relatives non seulement aux marchés financiers mais aussi aux marchés réels (marchés de biens et de services). Dans ce contexte, outre les outils issus de l'analyse financière et ceux des prévisionnistes financières, les investisseurs doivent utiliser les méthodes d'analyse stratégique pour exploiter bien toutes les informations stratégiques collectées. A partir de cela, les investisseurs peuvent formuler les hypothèses potentielles de scénarios concernant les perspectives de l'entreprise cible. Après avoir examiné ces hypothèses, ils peuvent prendre la meilleure décision compte tenu des contraintes.

2.4 Contraintes de modèle de Simon dans le contexte actuel

A travers le processus de la prise de décision de Simon, les investisseurs peuvent proposer leurs évaluations de l'entreprise cible en se basant sur la hiérarchie des indicateurs, les critères issus de leur heuristique. Cela leur permet de préparer bien leur décision lors de leur processus d'investissement. Il faut noter que cette méthode se base sur la notion de la rationalité limitée. Ainsi, les investisseurs ne peuvent pas confirmer que leurs décisions sont les meilleures. Ils ne savent pas quand ils arrêtent de rechercher les informations, de les collecter et de les traiter de façon efficace.

Pendant ce processus, les investisseurs se reposent sur cette hiérarchie d'indicateurs pour chercher les informations et les sources d'informations avant de les analyser et d'anticiper la performance future de l'entreprise et son développement. Néanmoins, ce processus ne leur fournit pas une méthode de la vérification de la qualité d'informations collectées.

Dans ce contexte, la véracité de l'information devient l'une des exigences fondamentales pour les investisseurs. Cependant, ces derniers rencontrent de nombreuses des difficultés pour vérifier la qualité de l'information. En fait, on considère la qualité de l'information obtenue comme vraie si les investisseurs peuvent en trouver une fidèle de la situation et de l'activité de l'entreprise.

Pour mieux comprendre les enjeux informationnels des investisseurs, nous présentons quelques uns des besoins d'informations concernant l'entreprise cible et leurs exigences relative à la nature informationnels et la qualité de l'information obtenue comme ci-après.

En premier lieu, les investisseurs ont besoin des informations comptables et financières, actuelles, complètes et fiables pour anticiper les performances futures de l'entreprise cible ou ses perspectives opérationnelles et stratégiques. Cette exigence peut être satisfaite par l'accessibilité de l'information des investisseurs. En effet, ces derniers peuvent trouver de multiples canaux d'informations : la plaquette annuelle, des serveurs téléphoniques, des sites internes, des lettres d'information, des bulletins périodiques. Autant que l'accessibilité et l'abondance de l'information, les investisseurs s'avèrent particulièrement sensibles aux délais de transmissions et au souci de l'entreprise de diffuser rapidement des informations pertinentes émises par l'entreprise cible. En effet, les investisseurs souhaitent utiliser les informations reçues de l'entreprise cible pour prendre leurs propres décisions; une transmission rapide fournit une assurance quant à l'actualité et à la validité des indications qui leur parviennent. De plus, l'annonce tardive de l'entreprise cible n'apporte qu'une information déjà périmée et peu utilisable pour les investisseurs. Au contraire, l'annonce précoce leur permet de mettre en œuvre des réactions appropriées, présentant une plus grande espérance d'efficacité. De tels constats illustrent particulièrement les impacts de l'asymétrie d'information sur les investisseurs lorsqu'ils veulent utiliser les informations requises de l'entreprise cible.

Pour comprendre mieux ces impacts, il faut rappeler que les investisseurs demeurent à l'extérieur de l'entreprise cible. Ainsi, il existe toujours une asymétrie d'informations entre le dirigeant de l'entreprise cible et les investisseurs. Dans le contexte économique globalisé, de multiples conflits d'intérêt entre différentes "parties prenantes" (salariés, actionnaires, fournisseurs et les institutions sociales...) peuvent laisser des conséquences sur la performance d'entreprise cible. Dans ce contexte, il faut noter que la plupart des dirigeants possèdent des informations de façon privilégiée contrairement aux investisseurs. C'est parce qu'ils sont immergés dans la gestion de relations complexes que l'entreprise entretient avec ses partenaires et ses marchés. De plus, les dirigeants sont mieux placés pour développer une vigilance, une réceptivité et une capacité d'invention stratégique qui leur permet de déceler, parmi une accumulation de données triviales, des menaces ou des opportunités. A partir de

cela, ils peuvent disposer d'un avantage informationnel pour apprécier les perspectives de l'environnement de l'entreprise cible. A l'inverse, les investisseurs ne sont pas bien placés pour effectuer un diagnostic stratégique externe de l'entreprise cible. Il est certain que la divulgation précoce quant à des opportunités favorables offertes par l'environnement peut conduire l'entreprise à perdre le bénéfice d'une source d'avantage concurrentiel telle qu'une avance stratégique et d'une capacité initiative. De plus, la plupart des entreprises ne donnent aucun élément concernant leurs forces et leurs faiblesses au public et même à des membres de l'entreprise. Notons qu'un nombre restreint de cadres dirigeants peuvent utiliser ces éléments pour effectuer un diagnostic stratégique interne. En réalité, la diffusion d'informations relatives aux forces et faiblesses est souvent reliée à un souci de discrétion, voire par la culture du secret. Dans ce contexte, les dirigeants des entreprises sont réticents de fournir des indications utiles aux concurrences, ni sur leurs handicaps pour ne pas nuire à l'image de l'organisation. C'est pourquoi, les dirigeants peuvent retenir ou diffuser les indications favorables ou défavorables en fonction de la politique de la divulgation de l'entreprise cible et éventuel leurs propres bénéfices. Dans certains cas, les investisseurs peuvent donc percevoir des informations pertinentes pour détecter certaines conséquences au bon moment et ils peuvent évaluer les performances actuelles ou futures de l'entreprise cible. Dans les autres cas, ils n'ont pas de capacité de les détecter ou mesurer de l'extérieur même s'ils utilisent l'approche d'intelligence économique.

En deuxième lieu, les investisseurs ont besoin des informations concernant la mise en évidence des engagements connus ou potentiels de l'entreprise cibles et des risques qu'elle encourt. A partir de cela, ils peuvent prendre en considération les risques de dépréciation affectant certains actifs, les risques de pertes et charges pesant sur l'ensemble de patrimoine, les engagements hors bilan, les engagements sur des opérations financières à terme lors de leurs processus d'investissement. Néanmoins, les investisseurs rencontrent souvent des difficultés lorsqu'ils veulent chercher et traiter ces informations concernées. Ces difficultés proviennent de la politique de l'information de l'entreprise cible et notamment la vérification des informations.

De façon générale, cette politique vise à diffuser des messages auprès des membres de l'entreprise cible, de certains de ses partenaires ou du public en général et de ses investisseurs en particulier, afin de susciter une perception favorable de son activité et des ses projets. Dans certains cas, l'entreprise peut également utiliser cette politique afin de chercher à corriger des perceptions défavorables dans ces différents cercles. En théorie, la pratique d'une politique d'information honnête et transparente permet à l'entreprise d'accroître la crédibilité de sa communication en général. De plus, elle peut lui faire acquérir la confiance de ses partenaires, surtout de ses investisseurs et un statut éthique favorable à l'impact de messages ultérieurs. En réalité, la plupart des entreprises ne pratiquent généralement que leurs politiques d'information de façon mesurée. Autrement dit, elles pratiquent rarement leurs politiques d'information d'une manière de transparence absolue parce que cette attitude relève d'un certain angélisme. En effet, si les entreprises donnent l'accès à leurs informations défavorables de façon trop ouverte, leurs concurrences ou leurs adversaires peuvent les utiliser comme des armes pour nourrir une campagne de dénigrement ou de critique contre

eux. Donc, les effets de cette campagne peuvent laisser des conséquences graves pour leurs activités et leurs performances. Inversement, l'entreprise peut rencontrer des menaces si elle diffuse des informations favorables. C'est le cas, lorsque la diffusion des informations concerne des données qui devraient rester confidentielles sous peine de dilapider un avantage concurrentiel acquis par l'entreprise. Dans de tels cas, les responsables de la communication doivent prendre en considération les informations concernées de manière soigneuse avant de publier au public. Cela leur permettra d'éviter la dissipation d'un avantage informationnel. Donc, les politiques d'information des entreprises se situent souvent sur un terrain intermédiaire, entre la transparence absolue et l'opacité. Face à de tels constats, parfois, les investisseurs ne peuvent pas recevoir des informations suffisantes en fonction de leurs objectifs poursuivis car les entreprises ne les diffusent pas au public. Néanmoins, les dirigeants des entreprises peuvent fournir aux investisseurs des signaux qui caractérisent des faits influant sur les performances des entreprises et leurs activités. Ces signaux conduisent les investisseurs à établir les scénarios stratégiques possibles des entreprises. A partir de cela, les investisseurs peuvent déceler les risques en comparant ces scénarios stratégiques avec les engagements de l'entreprise. Ce travail les aide à constituer les décisions d'investir. En revanche, les investisseurs doivent également faire attention à vérifier le respect des engagements de l'entreprise cible lorsqu'ils effectuent cette comparaison. Dans certains cas, les entreprises peuvent offrir à des investisseurs potentiels une présentation flatteuse des résultats ou de la situation financière. A travers cette manipulation, les dirigeants souhaitent en général parvenir à une présentation de la réalité des entreprises qui soit conforme à leurs objectifs propres. En conséquence, les investisseurs peuvent être surpris par les risques imprévisibles si les entreprises ne respectent pas leurs engagements. Et ils peuvent faire face à de nombreuses difficultés s'ils investissent une grande partie de leurs capitaux dans ces entreprises. A partir de cela, nous soulignons que la vérification des engagements de l'entreprise cible est indispensable pour la plupart des investisseurs pendant leur processus d'investissement.

En troisième lieu, les investisseurs se montrent particulièrement sensibles à la transparence des options comptables sur des points majeurs pour la mise en évidence des résultats et des risques. En effet, ces résultats ne reflètent pas une réalité objective irréfutable sur les activités de l'entreprise cible. D'ailleurs, ils sont également influencés par les options comptables arrêtées par l'entreprise elle-même, dans le cadre de politique d'information.

En réalité, les investisseurs peuvent évaluer les perspectives de l'entreprise cible dans le passé à travers ses résultats publiés. Grâce à ces informations fournies, ils peuvent trouver des indications plus ou moins explicites sur les déterminants externes de l'entreprise cible (mouvement général de la conjoncture économique, difficultés ou impulsions favorables liées à l'appartenance sectorielle ou à la localisation géographique, initiatives des concurrents par exemple) et sur ses déterminants internes (gains de productivité réalisés sur la gestion opérationnelle, augmentation des ventes liée au lancement de produits nouveaux ou à une offensive commerciale réussie par exemple). De même, au travers de l'annonce de résultats prévisionnels, les investisseurs peuvent se reposer sur les indications plus ou moins explicites sur les facteurs pour déceler l'évolution future de la capacité bénéficiaire. Comme nous avons

souligné ci-dessus; les dirigeants des entreprises ne peuvent pas publier tous les résultats avec une attitude de transparence absolue. Parce que, les entreprises peuvent perdre leur avantage concurrentiel si leurs adversaires peuvent exploiter ces informations pour saisir leurs opportunités. Dès lors, il est sans doute facile de comprendre les inquiétudes des investisseurs aux la qualité des informations diffusées par l'entreprise concernant leurs résultats.

De plus, il faut noter que dans la plupart des entreprises, les choix informationnels et les choix comptables doivent être réalisés en fonction de la politique que l'entreprise arrête quant à la gestion de ses résultats. Cette politique peut être énoncée à partir de deux ensembles de décisions qui ont trait à la modulation temporelle du résultat mesuré ainsi qu'à l'arbitrage entre la politique de dividende, la politique d'autofinancement et la politique fiscale. Par exemple: la priorité d'une entreprise est accordée à la politique fiscale et elle souhaite minimiser les prélèvements qu'elle subit. A travers cet exemple, nous pouvons constater que cette entreprise utilisera les options comptables permettant la réduction du bénéfice imposable. En conséquence, elle devra en assumer les effets défavorables sur l'évolution des dividendes, mais bénéficiera d'un effet favorable sur ses ressources d'autofinancement. A travers cet exemple, nous pouvons constater que la politique conduira l'entreprise à atteindre les objectifs qu'elle poursuit. Cependant, sous les effets de cette politique, les investisseurs ne peuvent pas avoir une image fidèle des activités de l'entreprise cible ou de sa situation à ce moment là, parce que les informations concernant les résultats ne sont pas fiables et complètes pour les investisseurs.

En quatrième lieu, les investisseurs montrent leur souci relatif à un contrôle des dirigeants. Ce souci se traduit par une revendication de plus en plus insistante concernant la transparence des rémunérations servies aux principaux dirigeants et des plans de souscription d'actions de la société à des conditions préférentielles qui leur sont consentis. Dans ce contexte, les investisseurs posent des questions concernant la qualité de gouvernance de l'entreprise cible. Néanmoins, la diffusion de ces types d'informations dépend strictement de la politique d'information de l'entreprise. Dès lors, les investisseurs ne trouvent pas éventuellement ces types d'informations pour s'adapter aux objectifs qu'ils poursuivent.

En cinquième lieu, les investisseurs s'intéressent aux recommandations par les analystes financières et autres prestataires de services informationnels. En réalité, ces recommandations sont les résultats de traitement de l'information relative aux entreprises d'une manière professionnelle. Les investisseurs peuvent les considérer comme un instrument auxiliaire pour prendre leurs décisions d'investissement. Il nous faut noter que les analystes financières et autres prestataires de services informationnels ont utilisé les informations publiées par l'entreprise cible. Au fond, ces recommandations sont multiples et très variées. Dans certains cas, elles peuvent conduire les investisseurs à prendre des décisions irrationnelles. Par conséquence, le prix du titre de l'entreprise cible s'éloigne de plus en plus de sa valeur fondamentale et il ne peut que revenir à son équilibre dans un plus long terme. Si ces décisions irrationnelles amènent les investisseurs à une situation dangereuse, les investisseurs peuvent perdre leur confiance à l'égard de telles recommandations. Dès lors, les investisseurs

ont intérêt de vérifier ces recommandations en fonction de leur qualité, leur pertinence et leur complétude.

Enfin, les informations issues des organismes publics ou professionnels de régulation du marché des capitaux attirent également l'attention des investisseurs. Ces organismes collectent les informations émises de l'entreprise cible avec un processus de contrôle strict de la qualité de l'information. Ainsi, les investisseurs peuvent mettre leur confiance dans ces informations. Néanmoins, ces informations sont souvent périmées pour des investisseurs. En réalité, l'entreprise continue à retarder de diffuser les informations concernées pour assurer son propre, bien qu'elle puisse être pénalisée par cet organisme pour ce retard. Cela remet en cause la qualité de l'information et son "juste à temps" pour les investisseurs.

Face à de tels constats, les investisseurs doivent d'une part chercher d'autres informations pour adapter aux objectifs poursuivis, d'autre part, assurer un contrôle a posteriori de la qualité des informations qui leur ont été communiquées.

Par la figure suivante, nous pouvons mieux comprendre la circulation de flux informationnels au sein de la communauté des investisseurs.

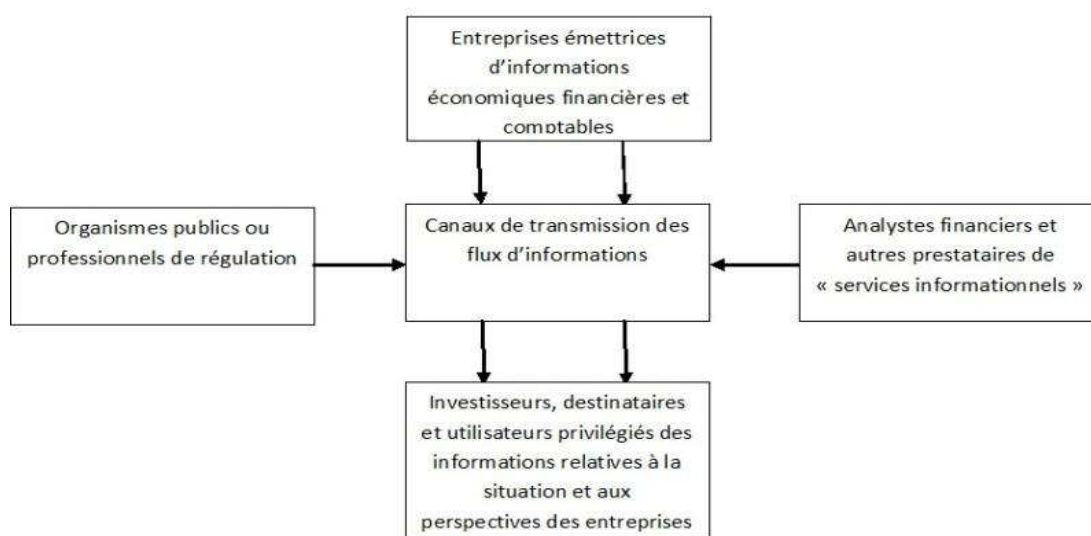


Figure 18 : flux d'informations et contrôle d'entreprise :

le rôle central des investisseurs (inspiré de Elie Cohen (2004))

Outre les contraintes mentionnées ci-dessous, il faut prendre en compte d'autres contraintes pour les processus d'investissement pour lesquels les investisseurs s'inspirent du processus de la prise de décision de Simon. D'une part, ils ne perçoivent pas suffisamment d'informations afin de répondre aux critères de l'évaluation d'investissement issue de leur heuristique. D'autre part, les investisseurs sont susceptibles d'ignorer certaines informations qui sont considérées moins importantes pendant leur processus d'investissement. Par conséquent, ils

ne peuvent pas anticiper les phénomènes extrêmes qui peuvent laisser des conséquences graves. Cela conduit les investisseurs à se confronter à des incertitudes ou des risques imprévisibles.

A partir de tels constats, les investisseurs ne peuvent pas se baser sur la méthode de Simon pour évaluer le choix d'investissement de façon dynamique et efficace dans le contexte actuel. Ainsi, ils ont besoin de concevoir une nouvelle méthode qui s'adapte plus à la réalité des investisseurs.

3 Cycle de renseignement : Un modèle de l'analyse d'information

Sous l'explosion des informations, les investisseurs ne peuvent pas s'appuyer sur l'analyse d'information de façon statique afin d'évaluer l'entreprise cible. Dans ce contexte, ils ont besoin d'un cadre d'analyse de gestion de flux d'information pour résoudre cette difficulté.

A travers la recherche des littératures en sciences de l'information et de la communication, nous avons trouvé certaines théories de base qui permettent aux investisseurs d'analyser l'information dans le contexte changeant. Ces théories s'appuient sur les apports de la psychologie (cognitif, social) et les fondements épistémologiques de l'analyse. A partir de ces théories, les investisseurs peuvent produire des connaissances dans l'exploitation d'informations collectées sur l'entreprise cible et ses environnements. A partir de cela, ils peuvent évaluer efficacement l'entreprise cible dans le contexte changeant.

En réalité, ces connaissances doivent être développées et transférables à travers la formation au sein des investisseurs institutionnels, notamment de la société de gestion de fonds. Cela implique directement les logiques et la cohérence de l'ensemble de département dans une organisation. Ainsi, ces connaissances jouent un rôle important pour la performance de la société de gestion de fonds.

A travers l'exploitation d'informations, les investisseurs institutionnels peuvent déterminer la position – fonction du métier de l'analyste financière dans le contexte actuel. En effet, Bulinge (2003) pense que « animateur – médiateur d'information au sens où il assure l'interface entre l'équipe de veille et les décideurs, généraliste expert en information, il anime l'ensemble du dispositif, traduisant d'un côté les besoins exprimés sous forme de plan de veille, et assurant de l'autre le transfert des connaissances opérationnelles vers le décideur. Mais c'est aussi un consultant stratégique apte à délivrer des préconisations d'action, en évaluant leur impact et conséquences possibles ».

3.1 Le cycle de renseignement

En réalité, le cycle de renseignement est connu comme un modèle de l'analyse d'informations qui représente l'ensemble des étapes du processus de veille ou de renseignement. Il comprend diverses phases plus ou moins détaillées par les différents auteurs.

Dans l'ouvrage « intelligence économique – la comprendre - l'implanter - l'utiliser », François Jakobiak (2004) montre 4 phases différentes dans un cycle de renseignement :

- L'acquisition
- L'interprétation ;
- L'appréciation ;
- La communication ;

La figure suivante illustre les étapes du cycle de renseignement :

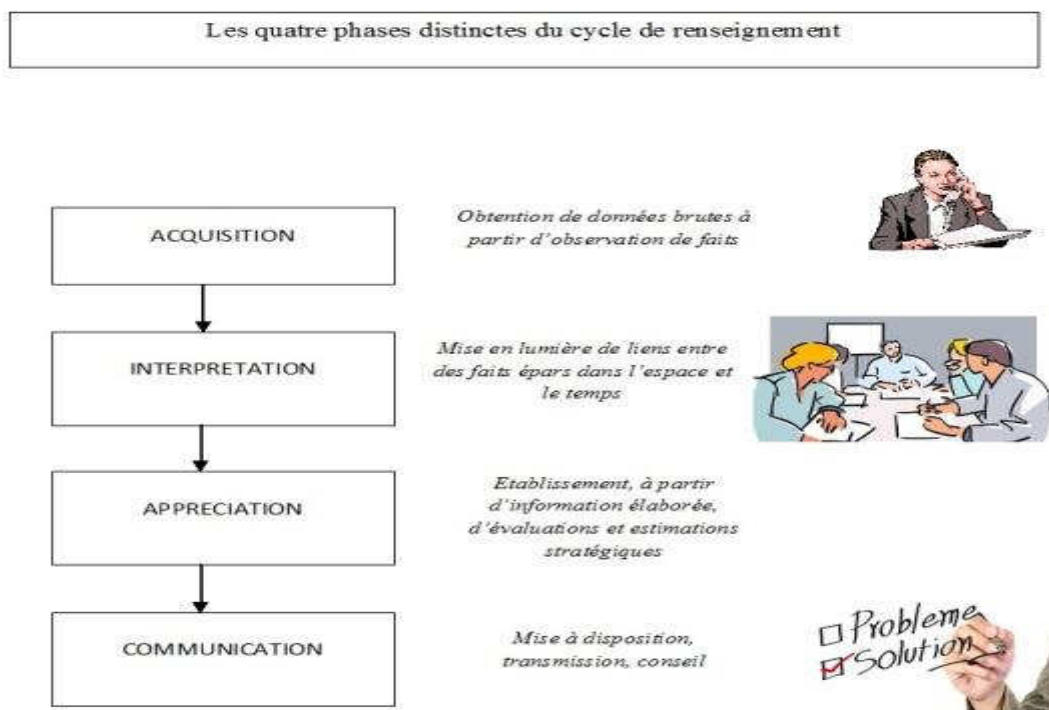


Figure 19 : Cycle de renseignement

- La phase d'acquisition consiste à obtenir des données brutes de nature variée, à partir de l'observation de faits.
- La phase d'interprétation a pour objectif de mettre en lumière des liens, des relations, entre des faits épars dans l'espace et dans le temps.
- L'appréciation complète l'interprétation en établissant, à partir de l'information élaborée, des évaluations et des estimations stratégiques. « Les faits sont devenus de l'information élaborée, mettant en avant des idées, des réflexions, puis des avis ou des probabilités »

Dans ce cycle de renseignement, Jakobiak considère l'interprétation et l'appréciation comme deux phases d'exploitation de l'information collectée dans la première phase de surveillance et observation.

- La communication est la dernière phase qui permet de mettre les évaluations à disposition, de les transmettre et aussi de donner le conseil.

De plus, Jakobiak considère la communication comme l'un des maillons essentiels de la chaîne de renseignement puisqu'elle peut s'adapter à trois grands besoins :

- La disponibilité des connaissances pour tous les acteurs ayant à en connaître ;
- L'instantanéité des éléments à caractère d'alerte ou de tenue de situation ;
- L'adoption par les destinataires, dans une forme intelligente et compréhensible.

Pour ce faire, il faut prendre en compte trois grands volets dans la communication :

- La mise à disposition ;
- La transmission ;
- Le conseil ;

Pour augmenter l'efficacité et la performance de la firme, les spécialistes de l'intelligence économique pensent que la mise à disposition et la transmission doivent, et devront de plus en plus, mettre en œuvre les technologies modernes, en particulier les réseaux de télécommunications et les bases ou banques de données et de connaissances.

En réalité, le décideur prend en considération le conseil pour exploiter le renseignement obtenu. Francis Beau montre que « sa qualité conditionne la qualité de l'ensemble » et que que la relation de confiance que « l'homme de renseignement aura su établir avec l'autorité qu'il est chargé de conseiller est absolument primordiale ».

Outre le cycle de renseignement proposé par Jakobiak (2004), il faut rappeler trois phases qui sont présentées dans l'ouvrage de Francis Beau :

- L'acquisition comporte deux opérations distinctes que Jakobiak prend en compte dans son modèle: recherche et collecte d'information. Francis Beau précise « c'est l'ensemble des opérations qui permettent d'obtenir des données brutes à partir de l'observation des faits ». Cette phase consiste à toutes les actions physiques d'observation : lecture, écoute, observation visuelle, détection, en utilisant des capteurs variés : œil, appareil photo, caméra, microphone...
- L'interprétation et l'appréciation semblent correspondre à deux opérations proposées par Jakobiak qui succèdent à la diffusion. Ces deux opérations sont intitulées « analyse validation » et « utilisation ». L'analyse validation est réalisée par les experts du domaine. Cela permet de constituer la synthèse et la préparation de la fiche synthèse – action ou l'outil d'aide à la décision pour que le décideur puisse utiliser cette information élaborée résultant de la veille stratégique.

- L'appréciation a pour but d'établir des évaluations, des estimations, des précisions. Elle est l'évaluation finale avant la prise de décision. L'ensemble d'appréciation – prise de décision est très proche de « l'utilisation » par le décideur dans le cycle de renseignement de Jakobiak.

Pour distinguer la veille stratégique du cycle de renseignement, nous reprenons la comparaison proposée par Jakobiak entre les opérations de la veille stratégique pratiquées dans une entreprise et celles du renseignement correspondant aux pratiques militaires.

VEILLE STRATEGIQUE		CYCLE DU RENSEIGNEMENT	
ACTEURS	OPERATIONS	OPERATIONS	ACTEURS
OBSERVATEURS	RECHERCHE	ACQUISITION	OBSERVATEURS
	COLLECTE		
	DIFFUSION		
EXPERTS	TRAITEMENT	INTERPRETATION APPRECIATION	EXPERTS
	ANALYSE- VALIDATION (+ SYNTHÈSE)		
DECIDEURS	UTILISATION (DECISION)	COMMUNICATION	DECIDEURS

Figure 20 : Analogies entre les opérations de veille stratégique et du cycle de renseignement (d'après François Jakobiak)

A partir de telles observations, le cycle de renseignement proposé par Jakobiak semble ne pas tenir compte d'identification et de l'orientation de la recherche au sein de la firme. Cela conduit les investisseurs à rencontrer plusieurs difficultés dans l'évaluation de l'entreprise cible.

Dans ce contexte, il faut présenter les phases du cycle de renseignement proposé par Bulinge (2012). Ce travail permet aux investisseurs de compléter les étapes de l'analyse d'information lors de leur processus d'investissement.

- Identifier les besoins en information : cette phase oblige les acteurs à définir un plan et une stratégie de recherche adaptés à l'organisation et aux ressources disponibles.
- Orienter la recherche
- Rechercher/collecter les informations à partir des sources et des capteurs.
- Exploiter des données recueillies.
- Diffuser des renseignements vers le décideur.

En fait, le cycle de renseignement proposé par Bulinge s'inscrit dans un cadre militaire. Il souligne le principe d'animation et de satisfaction du décideur, avec l'idée d'une rétroaction

continue. Cette vision semble être plus proche du processus d'investissement des investisseurs institutionnels dans le contexte actuel.

Ainsi, les investisseurs ont intérêt à se référer à la figure suivante

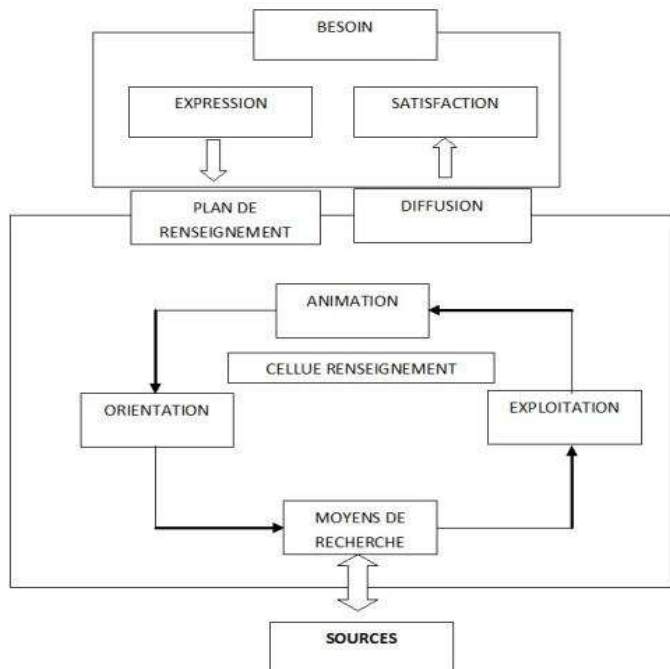


Figure 21 : Le cycle du renseignement (d'après Faivre, 1991)

A partir de tels constats, le cycle de renseignement permet aux investisseurs institutionnels, notamment la société de gestion de fonds d'avoir un cadre de l'analyse d'information. A partir de cela, ils peuvent identifier leurs besoins d'informations, rechercher et collecter les informations relatives à l'entreprise cible et à ses environnements, les interpréter, les apprécier, les synthétiser et les diffuser. Ces phases correspondent bien à leur processus d'investissement dans le contexte changeant. Elles aident les investisseurs à transformer des données en informations, puis en connaissances sur l'entreprise cible et ses environnements.

Pour ce faire, les acteurs au sein des investisseurs institutionnels doivent respecter les règles mises en œuvre au sein de l'organisation et coopérer avec les autres dans le processus d'investissement. Cela souligne le rôle du travail collaboratif et celui de chaque acteur dans le contexte actuel. Ces éléments influencent les évaluations des investisseurs institutionnels sur l'entreprise cible et les prises de décisions d'investissement.

3.2 Limites et critique du modèle classique

Le cycle de renseignement représente une démarche praxéologique (Bulinge, 2012). En réalité, il existe peu de travaux très poussés qui précisent la conceptualisation du renseignement et notamment de l'analyse.

Auparavant, le cycle de renseignement avait été développé pour répondre aux besoins de militaire dans une période entre 1870 et la fin de la guerre froide. Néanmoins, aujourd'hui, ce modèle ne semble plus correspondre aux exigences d'une approche scientifique du renseignement, notamment dans le domaine financier. Pour comprendre cette différence, il faut tenir compte des critiques méthodologiques et théoriques lorsque l'on envisage la mise en œuvre du cycle de renseignement dans le contexte changeant.

Critique méthodologique :

Dans le cycle de renseignement, l'évaluation des sources et des informations s'appuie souvent sur une estimation intuitive plus proche de l'instrument pifomètre que de l'instrument de mesure. Frion (2008) pense que « la validation (d'une information) est une construction intellectuelle, largement basée sur la confiance que la situation exige et sur un parti pris assumé ». Dans ce contexte, les informations secrètes tendent à être surestimées (Clark, 2004). Par conséquent, il existe toujours un risque d'erreur qui n'est assumé qu'a posteriori dans l'évaluation d'informations, autrement dit une fois que l'on a découvert que la source n'était finalement pas aussi fiable que d'habitude. En réalité, les investisseurs rencontrent souvent tels cas lorsqu'ils envisagent les informations diffusées par les parties prenantes de l'entreprise cible.

D'ailleurs, on ne peut pas effectuer l'activité d'analyse à un modèle unique et rationaliste. Cela reflète la réalité des investisseurs institutionnels lors de leur processus d'investissement. En effet, ils doivent prendre en compte toutes les données d'une situation pour envisager et préparer leurs décisions. Pour ce faire, les investisseurs doivent effectuer une série d'analyses différentes lors de leurs processus d'investissement. Bulinge (2012) pense que cette activité est un processus collectif que le cycle de renseignement n'intègre pas. Il montre également que « Comprendre l'analyse en situation revient donc à cerner ce qui tient de l'individu et du collectif, aux interactions hommes – hommes et hommes – machine, aux situations, aux organisations et à leur culture, et ce qui revient aux informations mais aussi aux connaissances ou encore aux routines, aux automatismes qui rendent possible les heuristiques originales, la créativité. »

Quant à l'épistémologie, la méthode inductive doit être remise en cause lorsqu'on la confronte aux théories de vérificationnismes de Popper (Ben Israël (2004)). Sur la production elle-même, il pense que « l'emploi de plausibilité et de vraisemblance [qui] est un moyen habile pour dissimuler l'irréfutabilité artificielle d'estimations que l'on souhaite présenter comme informatives ». Dans le contexte actuel, les investisseurs se confrontent facilement à certains phénomènes extrêmes lorsqu'ils envisagent un aspect d'évaluation concernant l'entreprise

sur les marchés financiers et ceux réels. Comme nous avons mentionné ci –dessus, ces phénomènes peuvent nier toute la confirmation de renseignements collectés ou la connaissance précédente sur l'entreprise cible. Cela conduit les investisseurs, notamment le gérant de portefeuille à ignorer les renseignements bruts concernant l'entreprise cible.

Critique théorique :

Le cycle de renseignement prend en compte la notion de connaissance actionnable dans une théorie de la décision. Dans cette théorie, le renseignement est considéré comme une matière indispensable pour concevoir les choix stratégiques. Les décideurs doivent préalablement tenir compte du renseignement avant la prise de décision sinon ils seraient aveugles (Bulinge, 2012). Cela semble correspondre bien au contexte des investisseurs dans leur processus d'investissement.

En ce moment, ils doivent se confronter à un paradoxe dans la théorie de décision. Selon Coutau – Bégaire (1999), « tous les théoriciens s'accordent à reconnaître que le renseignement est indispensable à la décision stratégique ». A l'inverse, il ajoute « c'est tellement évident qu'il n'est plus nécessaire d'y revenir. La grande majorité des auteurs s'en tiennent à cette pétition de principe. Le renseignement se trouve ainsi réduit à sa portion congrue ».

Limites de la théorie de décision :

Dans cette approche, l'information est recherchée et exploitée afin de réduire l'incertitude du décideur. Ainsi, elle est considérée comme un bien immatériel, une ressource initiale qui détermine l'état des connaissances mises à disposition d'un individu ou d'une institution, notamment une société de gestion de fonds. Cela l'aide à préparer les choix décisionnels. Cette approche oblige à identifier préalablement les besoins en information de la part du décideur à la recherche d'information. Ici se pose une question concernant l'écart entre les connaissances acquises et celles nécessaires à la résolution d'une problématique décisionnelle.

Bulinge (2012) a présenté trois situations types dans lesquelles cet écart s'apparaît:

- La notion de planification stratégique.
- La résolution immédiate d'un problème et les représentations du décideur en situation.
- L'absence de stratégie.

En réalité, ces trois situations semblent refléter la réalité des investisseurs institutionnels, notamment la société de gestion de fonds dans le contexte changeant.

En effet, la société de gestion de fonds s'intéresse à mettre en œuvre une planification stratégique pour bien préparer une prise de position d'investissement sur l'entreprise cible. Pour ce faire, elle doit implanter un plan de renseignement gouvernemental. Ce travail oblige

à construire une planification de la recherche d'informations sur la base des besoins exprimés par le ou les décideurs (les gérants de portefeuille). Dans ce contexte, la société de gestion de fonds vise à maîtriser l'environnement stratégique en intégrant une vision à long terme et en modelant cet environnement. Néanmoins, elle doit se confronter à plusieurs critiques de la planification stratégique lorsque :

- L'évolution chaotique de l'environnement économique et géostratégique a un impact sur le passage d'une gestion planifiée à un management de la complexité.
- La planification stratégique implique une stabilité managériale (direction politique ou d'entreprise) difficile à maintenir dans un environnement turbulent.

Dans la société de gestion de fonds, la décision d'un gérant de portefeuille s'appuie sur les évaluations de ses collaborateurs et exclusivement sur les informations sur l'entreprise cible dont il dispose. D'ailleurs, ce gérant de portefeuille ne peut envisager et traiter qu'un ensemble limité d'informations. Il faut noter que la société de gestion de fonds doit chercher les informations pour s'adapter aux besoins en information limitée du gérant de portefeuille et parfois à ceux immédiats. Dans ce contexte, le gérant de portefeuille peut ignorer certains phénomènes importants lors de son processus d'investissement. Cela le conduit à faire face à certaines incertitudes dans le contexte changeant.

Enfin, la société de gestion de fonds peut avoir une stratégie d'investissement inappropriée lors de son processus d'investissement. Cela provient souvent de la faute de directives constamment réactualisées lorsqu'elle doit faire face à l'évolution permanente des situations. Dans ce contexte, elle s'appuie sur les informations manquantes, incomplètes ou erronées pour préparer ses prises de décision. A partir de cela, elle peut ignorer les opportunités d'investissement ou les risques concernant l'entreprise cible.

A partir de telles observations, le cycle de renseignement est encore utile dans la transformation des données en connaissances au sein du processus d'investissement des investisseurs malgré certaines critiques. Cette approche est utilisée dans un monde où l'on suppose qu'il n'existe pas de hasards.

Dès lors, cette approche semble ne pas refléter exactement la réalité dans le contexte changeant. Cela exige les investisseurs institutionnels à avoir un nouveau cadre d'analyse pour ne pas ignorer certains phénomènes extrêmes issus des marchés financiers et aussi des marchés réels.

Section II: Changement paradigmatique

1 Prise en compte des éléments extra financiers (image)

1.1 La responsabilité sociétale - développement durable

Sur les marchés financiers, les investisseurs évaluent souvent la performance d'entreprise pour prendre la décision finale (maintenir, acheter ou vendre). Dans le cadre traditionnel, les investisseurs ont souvent utilisé des données comptables ou financières pour mesurer la performance de l'entreprise cible sans regard des autres éléments non financiers. Au début des années 1980, certains auteurs ont critiqué les modèles comptables pour mesurer la performance d'entreprise dans un contexte hautement compétitif (Gomes et al., 2004; Kennerley et Neely, 2003; Said, HassabElnaby et Wier, 2003; Medori et Steeple, 2000). Selon Amir et Lev (1996), la valeur des compagnies innovantes est strictement liée aux éléments intangibles et au capital intellectuel. Dans ces sociétés, les salariés transforment leurs savoirs faire dans les produits des entreprises. En réalité, leurs capitaux intellectuels jouent un rôle déterminant pour la performance d'entreprise car ils sont souvent difficilement imitables par leurs concurrents. Donc, les mesures de performance financière ne reflètent que partiellement les performances de ces types d'entreprises. Ainsi, de nombreux auteurs (Kennerley et Neely, 2003; Ittner et al., 2003; Kaplan et Norton, 2001) ont conclu que les mesures financières sont historiques et donnent peu d'indication sur la performance future d'entreprise. En plus, les mesures financières ne contiennent pas les éléments intangibles et ne sont pas liés à la stratégie de l'entreprise poursuivie par les dirigeants.

Selon Eccles (1999), on ne peut pas trouver les principaux indicateurs dans les seules données comptables ou financières. Les conditions économiques et les perspectives croissantes sont reflétées par les mesures non financières telles que qualité, satisfaction clientèle, innovation et part de marché.

En réalité, les entreprises voudraient répandre leur part de marché et développer la relation avec leurs clients dans leur stratégie en investissant une partie de leurs capitaux dans les actifs intangibles. Elles espèrent que leurs investissements pourront avoir des bénéfices supérieurs à moyen terme avec une rentabilité accrue. On pourrait voir immédiatement leur bénéfice net comptable réduit. Lorsque les entreprises anticipent des bénéfices supérieurs à long terme, certaines études ont montré que de nombreuses entreprises attachent des indicateurs à caractère non financier mieux que financiers (Fernandez, 2000).

Les études de Banker et al en 2000 concluent que les mesures non financières de la satisfaction clientèle sont significativement associées à la performance financière future et contiennent de l'information supplémentaire que l'on ne trouve pas dans les mesures financières historiques. En plus, les auteurs (Banker, Ittner, Larcker et Said) confirment également que l'utilisation des mesures non financières est liée au degré d'innovation de l'entreprise et à son orientation stratégique en termes de qualité.

En effet, le cadre théorique traditionnel de la performance d'entreprise n'a pas abordé, d'une part, des phénomènes d'asymétrie d'information et de conflit d'intérêt entre les agents qui concourent à la création de valeur et d'autre part l'impossibilité de rédiger des contrats complets en raison des limites des rationalités et de l'incertitude (Charreaux, 1998). En élargissant le cadre traditionnel avec ces thèmes, on voit que les mesures de performances font partie intégrante des systèmes d'incitation et de contrôle, influencent le processus de création de valeur. Ce cadre théorique modifié sous tend la théorie économique – financière, les actionnaires ne sont plus les seuls propriétaires, la répartition a une influence sur la création de valeur et surtout le problème de la mesure de la performance change de substance. Donc, la mesure de la performance d'entreprise fondée sur les valeurs de marché non seulement apporte une allocation optimale des capitaux mais aussi incite les décisions du dirigeant. Cela permet de complexifier ainsi sensiblement la problématique de l'évaluation de la performance ainsi que la mesure manipulable ou que les éléments imprécis, partiels ou difficilement vérifiables dans l'évaluation.

En plus, Charreaux a pris en compte différentes parties prenantes dans le cadre d'analyse de valeur créée (Charreaux, 1998). Il a conclu que la valeur créée est égale à la somme des écarts existant entre la rémunération offerte aux différentes parties prenantes participant à la coalition organisationnelle que représente l'entreprise, et le prix minimum qu'elle demande pour continuer à coopérer (Charreaux et Desbrières, 1998). En revanche, l'analyse de la création de valeur est indissociable de la répartition de l'entreprise. Elle attire également l'attention sur les possibilités de transfert entre parties prenantes. Cela explique l'existence de la diversité des mesures de performance qu'on rencontre dans les entreprises.

Lorsque l'on parle de la relation entre la mesure de performance et le processus de création de valeur, on s'aperçoit que les salariés des entreprises jouent un rôle déterminant dans la constitution du capital spécifique à l'origine de la création de valeur. Parce que, les parties prenantes (les salariés) disposent souvent de compétences clés non facilement imitables par exemple d'un savoir faire. Ils existent plus dans le capital humain ou organisationnel que dans le capital financier. Cela explique la mesure de performance d'entreprise non seulement par la relation avec les actionnaires mais aussi par celle avec les autres parties prenantes.

Selon José St Pierre, de nombreux auteurs (Abernethy et Lillis, Hoque, Kaplan et Norton et Perera et Poole) s'intéressent aux liens entre l'utilisation plus ou moins intensive de mesure de la performance financière ou non financière et certaines variables contingentes. L'ensemble des études montre que les entreprises utiliseront un mélange plus ou moins intense d'indicateurs financiers ou non financiers pour le suivi de performance selon les caractéristiques organisationnelles.

Auparavant, les acteurs économiques ont considéré seulement le bénéfice économique en exploitant intensivement les ressources naturelles sans regard de l'effet sur l'environnement des générations futures. L'ancien modèle économique influence également les investisseurs selon la stratégie d'investissement traditionnel.

Néanmoins, l'humain a pris conscience depuis les chocs pétroliers de 1973 et 1979 que notre prospérité matérielle était basée sur l'utilisation intensive de ressources naturelles finies, et que par conséquent, outre l'économique et le social, un troisième aspect avait été négligé : l'environnement. Pour certains analystes, le modèle de développement industriel n'est plus viable et soutenable sur le plan environnemental. Les points cruciaux en faveur de cette affirmation sont l'épuisement de ressources naturelles (matière première, énergies fossiles pour les humains), la destruction et la fragmentation d'écosystème ou le changement climatique. En plus, les catastrophes industrielles des dernières années ont interpellé les opinions publiques de tous les pays et les organisations de protection environnementale.

D'ailleurs, les pays en développement craignent de suivre la croissance vers un état de prospérité similaire. Donc, ils doivent se confronter à la crise écologique et climatique plus difficile. Le problème de viabilité reste à adapter à la pensée humaine.

Face à ces menaces, les pays européens ont incité des entreprises à changer de comportement et à s'engager dans une politique de développement durable. Ce concept a été donné officiellement dans les années 1980, suite à la création d'une commission sur l'environnement et le développement dirigée par Gro Harlem Brundtland (à l'époque Premier ministre en Norvège) et pour le compte de l'ONU. De plus, on peut trouver une autre définition (1987) où le développement durable est considéré comme « un développement qui répond aux besoins des générations du présent sans compromettre la capacité des générations futures à répondre aux leurs ».

Ainsi, l'objectif du développement durable présente des schémas viables qui concilient les trois aspects économique, social et écologique des activités humaines. Ces trois piliers sont pris en compte par les collectivités comme par les entreprises et les individus. La finalité du développement durable est de trouver un équilibre cohérent et viable à long terme entre ces trois enjeux. À ces trois piliers s'ajoute un enjeu transversal, indispensable à la définition et à la mise en œuvre de politique et d'actions relatives au développement durable : la gouvernance. La gouvernance consiste en la participation de tous les acteurs (citoyens, entreprises, associations, élus...) au processus de décision. Le développement durable n'est pas un état statique d'harmonie, mais en processus de transformation dans lequel l'exploitation des ressources humaines, le choix des investissements, l'orientation des changements techniques et institutionnels sont rendus cohérents avec l'avenir comme avec les besoins du présent.

Dans ce contexte élargi, tous les pays, les secteurs d'activités, les entreprises, les dirigeants ainsi que les investisseurs sont concernés et doivent avoir la responsabilité d'assurer la pérennité des ressources pour les générations futures. Les investisseurs, notamment les investisseurs institutionnels doivent prendre conscience des éléments changeants dans l'environnement et adopter de plus en plus des nouvelles stratégies d'investissement.

En effet, on peut considérer que le développement durable se partage en 3 grandes catégories :

+ A l'échelle de la planète, la déclinaison des principes du développement durable doit se faire par des rapports entre nations, individus et générations.

+ A l'échelle de chaque grande zone économique (union européenne, Amérique du Nord, Amérique latine, Asie..), on peut suivre des informations, conventions, des autorités publiques à travers les réseaux territoriaux.

+ Selon la commission européenne, la responsabilité des entreprises est un des critères principaux du développement durable.

En plus, elle définit la responsabilité des entreprises comme l'intégration volontaire, par les entreprises, de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales et à leurs relations avec leurs parties prenantes » (Livre vert, juillet 2001, p.8). Suite à cette définition, les entreprises contribuent à améliorer la société et à protéger l'environnement, en liaison avec leurs parties prenantes.

Dans le contexte du développement durable, les parties prenantes sont définies comme tout groupe ou individu pouvant influencer ou être influencé par l'activité de l'entreprise, attendent des entreprises qu'elles rendent compte de la manière dont elles conduisent leurs activités et assument leurs impacts sur les employés, les actionnaires, les riverains, l'environnement, etc. (Freeman, 1984). En revanche, le concept de performance globale est mobilisé dans la littérature managériale pour évaluer la mise en œuvre des stratégies de développement durable par les entreprises » (Capron & Quairel, 2005) et rendre compte de leurs responsabilités sociétales aux diverses parties prenantes. Ainsi, la performance globale est définie comme l'agrégation des performances économiques, sociales et environnementales (Barret, 1996). Ce concept multidimensionnel est difficile à mesurer techniquement. En effet, les outils de mesures de performance d'entreprise grâce à la démarche de responsabilité sociétale d'entreprise n'apportent pas une réponse satisfaisante. Cela empêche les investisseurs d'évaluer la qualité de prise de décision des dirigeants dans la stratégie managériale d'entreprise cible.

Cette partie pose la question concernant la méthode et les indicateurs de la mesure de performance de l'entreprise cible au point de vue des investisseurs institutionnels dans le contexte actuel. Pour répondre à cette question, on doit d'abord comprendre le concept de performance globale d'entreprise du point de vue des investisseurs. Ensuite, nous exposons les outils actuels d'évaluation de la performance utilisés par les entreprises dans le domaine de la responsabilité sociétale en mettant en évidence les obstacles qui empêchent la mesure de performance globale. Cela nous permet de présenter un état de l'art de la production des indicateurs de performance globale d'entreprise du point de vue des investisseurs dans les étapes suivantes.

1.2 La mesure de la performance aux yeux des investisseurs

Depuis longtemps, les investisseurs ont mesuré la performance d'entreprise dans la dimension financière. Cette évaluation permet aux investisseurs de savoir le niveau des valeurs créées d'entreprises à travers des chiffres d'affaires et ainsi que des parts de marchés. En outre, l'entreprise cible évolue dans un environnement de plus en plus complexe. Dans ce contexte, d'autres acteurs (nouvelles parties prenantes) demandent aux entreprises cibles d'étendre leurs besoins et d'avoir des actions compatibles dans la relation entre les entreprises cibles et eux-mêmes. Ainsi, la pérennité d'entreprise ne dépend plus de l'aspect financier mais aussi de la manière de conduire l'entreprise par des dirigeants. Dès lors, les entreprises prennent en compte dans leur responsabilité l'intégration des nouvelles parties prenantes (associations, ONG, syndicats, clients, fournisseurs, salariés, société civile). Cela oblige les entreprises cibles à faire attention de plus en plus aux aspects sociaux et environnementaux. Dans ce sens, les investisseurs doivent bâtir une nouvelle méthode pour mesurer la performance plus globale. Ils n'évaluent pas la performance d'entreprise dans la seule relation entre actionnaires – dirigeants mais dans les relations avec les parties prenantes. En plus, ils s'intéressent aussi à évaluer l'interaction entre parties prenantes pour les entreprises.

Dans ce sous chapitre, nous vous présentons d'abord les approches différentes de la performance dans les pays développés et les pays émergents. Enfin, nous essayons de donner une définition de la performance globale d'entreprise du point de vue des investisseurs.

1.2.1. Les différentes approches de la performance d'entreprise.

A. L'approche financière de la performance.

La performance devient un concept central dans plusieurs recherches de gestion. Depuis plusieurs années, certains auteurs (Bouquin, 1986 ; Bescos et al.1993; Bourguignon, 1995 ; Bessire, 1999 ...) ont donné leur définition sous l'angle financier. Néanmoins, il n'existe pas une définition commune pour ce concept dans le monde.

Dans la définition française, la performance est le résultat d'une action, voir le succès ou l'exploit. Contrairement au sens français, Bourguignon (1995) a proposé sa définition comme le sens anglais selon laquelle la performance contient à la fois l'action, son résultat et éventuellement son exceptionnel succès.

Dans la logique économique, les investisseurs s'intéressent seulement aux éléments économiques tels que les résultats et les succès des stratégies d'entreprise mais ils ne font pas attention aux processus de la création de valeur de l'entreprise cible. Cela a créé un obstacle dans l'évaluation de la valeur d'entreprise dans le management. En effet, la notion de performance a été rarement définie explicitement dans le domaine de gestion. Selon Angèle Dohou-Renaud (2007), la performance n'est utilisée qu'en contrôle de gestion par la transposition de son sens en anglais et elle désigne l'action, son résultat ou son succès. En 2000, Bourguignon a complexifié la définition de la performance d'entreprise « comme la réalisation des objectifs organisationnels, quelles que soit la nature et la variété de ces

objectifs. Cette réalisation peut se comprendre au sens strict (résultat, aboutissement) ou au sens large du processus qui mène au résultat (action)...». Du point de vue des investisseurs, elle regroupe à la fois les caractères économiques et ceux de la gestion conformément à leurs raisonnements d'investissement. Lorsque l'on évalue la performance d'entreprise à travers les résultats atteints, on peut les comparer aux résultats souhaités ou aux résultats d'étalons (Bouquin, 2004). Dans ce cas, l'évaluation de performance est considérée comme « benchmarking ».

Selon Bourguignon (2000), la définition de performance s'applique autant à l'organisation qu'à l'individu. Il est performant si celui ou celle atteint ses objectifs. Cela pose une question sur la méthode de mesure de performance d'une entreprise, d'une activité, d'un produit et d'un individu. Dans ce contexte, la logique financière offre une solution pour la mesure de performance. Bouquin (2004) a présenté la problématique générale de performance inspirée par la logique financière de la manière suivante :

Ici, il propose la notion de l'économie comme un aspect du fournissement des ressources au moindre coût. Pour l'efficacité, cela consiste à maximiser la quantité des produits ou des services à partir d'une quantité donnée des ressources. On peut trouver deux éléments dans la notion de l'efficacité (la rentabilité et la productivité) tandis que la rentabilité est le rapport d'un bénéfice à des capitaux investis, la productivité est le rapport d'un volume obtenu à un volume consommé. Enfin, l'efficacéité est le fait d'effectuer les objectifs et finalités poursuivies. Dans cette problématique, la mesure de performance d'entreprise revient à mesurer les trois aspects ci-dessus.

Néanmoins, les investisseurs ont rencontré des difficultés à mesurer la performance d'entreprise grâce à la logique financière. « Comment peuvent-ils évaluer l'efficacité ? » Cette mesure exige les investisseurs à identifier des objectifs ou des buts du dirigeants de l'entreprise cible et l'obtention de la multiplicité de ces buts. L'identification des objectifs ou des buts n'est pas un simple fait car il peut exister plusieurs objectifs différents, parfois contradictoires, ambigus et non explicites. En revanche, les objectifs peuvent être temporels ou de longue durée. Ceux non explicites sont souvent prioritaires par rapport aux ceux affichés. Les objectifs non explicites contiennent non seulement des opportunités mais aussi des menaces. Cela exige des investisseurs à identifier ces types d'objectifs afin de donner une bonne prise de décision. En plus, il peut y avoir absence de consensus ou même conflit dans la définition des finalités de l'entreprise cible.

D'autre part, les investisseurs ont du mal à mesurer l'efficacité dans certains cas. En général, l'efficacité se mesure par la relation résultat – moyens. Que se passe-t-il si la relation résultats – moyens est mal connue ou mal maîtrisée ? Les investisseurs connaissent souvent cette situation pour les entreprises avec des activités de services ou des activités discrétionnaires. Lorsque les investisseurs mesurent l'efficacité, ils vont baser sur le lien entre les résultats et les moyens. Selon Angèle Dohou-Renaud (2007), la productivité (pourcentage de chiffre d'affaire dédié à la recherche) ne convient qu'à des activités faiblement discrétionnaires. Pour les autres cas, les entreprises sont amenées à mettre en

œuvre des solutions pour mesurer les résultats à posteriori pour évaluer leur efficacité (Löning et al, 2003). Par exemple : dans le domaine de recherche, les entreprises utilisent souvent la comparaison entre une personne externe (elle n'appartient pas à l'entreprise mais elle a la même expertise pour évaluer les services) avec leurs personnels.

En revanche, la logique financière est critiquée par certains auteurs (Charreaux, 1998 ; Eccles, 1999) depuis une dizaine d'années. Dans le contexte mondial, la performance financière ne peut pas refléter toute la condition et la croissance économique. En plus, les investisseurs ne poursuivent pas entièrement le degré de l'innovation et l'orientation qualitative des stratégies d'entreprise liées aux décisions du dirigeant (Banker, Ittner, Larcker et Said). Selon Pesqueux, la perspective privilégiée est une perspective gestionnaire et financière à court terme dans la logique financière. En plus, Kaplan et Johnson ont remis en cause la perspective privilégiée : « Les mesures à court terme devront être remplacées par de multiples indicateurs non financiers qui constituent de meilleures cibles et ont une meilleure valeur prédictive quant aux objectifs de rentabilité à long terme de l'entreprise »

En plus, l'apparition de nouvelles notions (responsabilité sociétale d'entreprise et les nouvelles parties prenantes) enrichit globalement la problématique de la mesure de performance d'entreprise.

B. L'approche de la performance globale d'entreprise.

Actuellement, le développement durable est de plus en plus une problématique globale pour tous les états, les entreprises et les investisseurs. Pour éviter le changement climatique et protéger l'écosystème, les gouvernements de plusieurs états ont mis en œuvre des accords internationaux pour la dimension environnementale depuis plusieurs années. Cela impose aux dirigeants de les intégrer dans leurs stratégies à l'échelle d'entreprise. Dans ce contexte, la performance financière d'entreprise n'apprécie pas la performance d'entreprise. Avec l'apparition du concept de développement durable, la responsabilité sociale ou la responsabilité sociétale d'entreprise est prise en compte pour les entreprises européennes américaines et celles des pays émergentes. Avant d'étudier la notion de performance globale d'entreprise aux pays émergents, il est intéressant de rappeler les origines et l'évolution du concept de la responsabilité sociétale afin de montrer les différentes approches selon que l'on soit en Amérique ou en Europe.

B-1. Des origines américaines de la RSE à l'émergence de la performance sociétale.

Selon Carpro et Quariel (2007), la responsabilité sociétale d'entreprise est issue de préceptes bibliques qui considère de « mettre l'accent sur la bienfaisance comme corollaire du principe de responsabilité individuelle avec le but de corriger les défauts du système, de réparer les abus et les outrages plutôt que de prévenir ou d'anticiper les nuisances ou les dommages causés par l'activité de l'entreprise, dans le dessein de les éviter ». Dans ce contexte, la relation entre les individus est gérée par l'éthique qui combat la mauvaise conduite et l'immoralité sans l'intervention de l'état. En plus, Aggeri et al (2005) ont confirmé

l'importance des considérations éthiques et religieuses constituant le fondement de la responsabilité sociétale de la vision américaine. Elle permet aussi à beaucoup d'entreprises américaines d'exécuter des actions philanthropiques étrangères à leurs activités économiques (Capron, Quairel, 2007).

« Comment se définit le concept de responsabilité sociétale dans le contexte américain ? » Cela devient une question centrale pour plusieurs auteurs (Carroll (1979), Wood (1991) ; Clarkson (1995), Friedman (1970), Bowen (1953)) dans les années dernières en Amérique du nord. En effet, Bowen a été considéré comme le père du concept de responsabilité sociétale. Il définissait la responsabilité sociétale des dirigeants comme « une série d'obligations entraînant une série de politiques, de décisions et de lignes de conduite compatibles avec les objectifs et valeurs de la société » (Germain, Trébucq, 2004, p. 36). Le concept de responsabilité sociétale a évolué au cours du temps. En 1970, Friedman a défini la responsabilité sociétale d'entreprise comme les obligations des dirigeants de maximiser la valeur d'entreprise, en d'autres termes la richesse des actionnaires. Cette approche est compatible avec une vision classique de la firme dans laquelle les dirigeants étaient considérés comme les seuls mandataires des actionnaires. Ils n'ont pas d'autre mission que de rémunérer au mieux les propriétaires. En 1971, le Committee for Economic Development (CED) définit trois cercles concentriques suivants pour approfondir le concept de la RSE:

- « **le premier** comprend les responsabilités de bases pour l'accomplissement des fonctions essentielles de l'entreprise, relatives à la production, à l'emploi et à la croissance économique ;
- **le second**, englobant le premier, inclut une notion élargie de la responsabilité, avec une sensibilité aux évolutions de la société et de ses attentes, avec, par exemple, la prise en considération des questions de protection de l'environnement, de relations sociales ou encore d'information des consommateurs ;
- - **enfin, le troisième** tient compte de l'exercice des responsabilités émergentes, servant à améliorer l'environnement, comme des créations ciblées d'emplois au profit de populations particulièrement défavorisées » (Germain, Trébucq, 2004, p. 36). »

En 1979, les quatre dimensions (économique, légale, éthique et discrétionnaire) ont été évoquées par Carroll, lorsqu'il définit la responsabilité sociétale. Dans la nouvelle définition de la responsabilité sociétale avec l'intégration des éthiques et des discrétionnaires, Carroll ne manque pas de rappeler que la responsabilité fondamentale reste encore d'ordre économique.

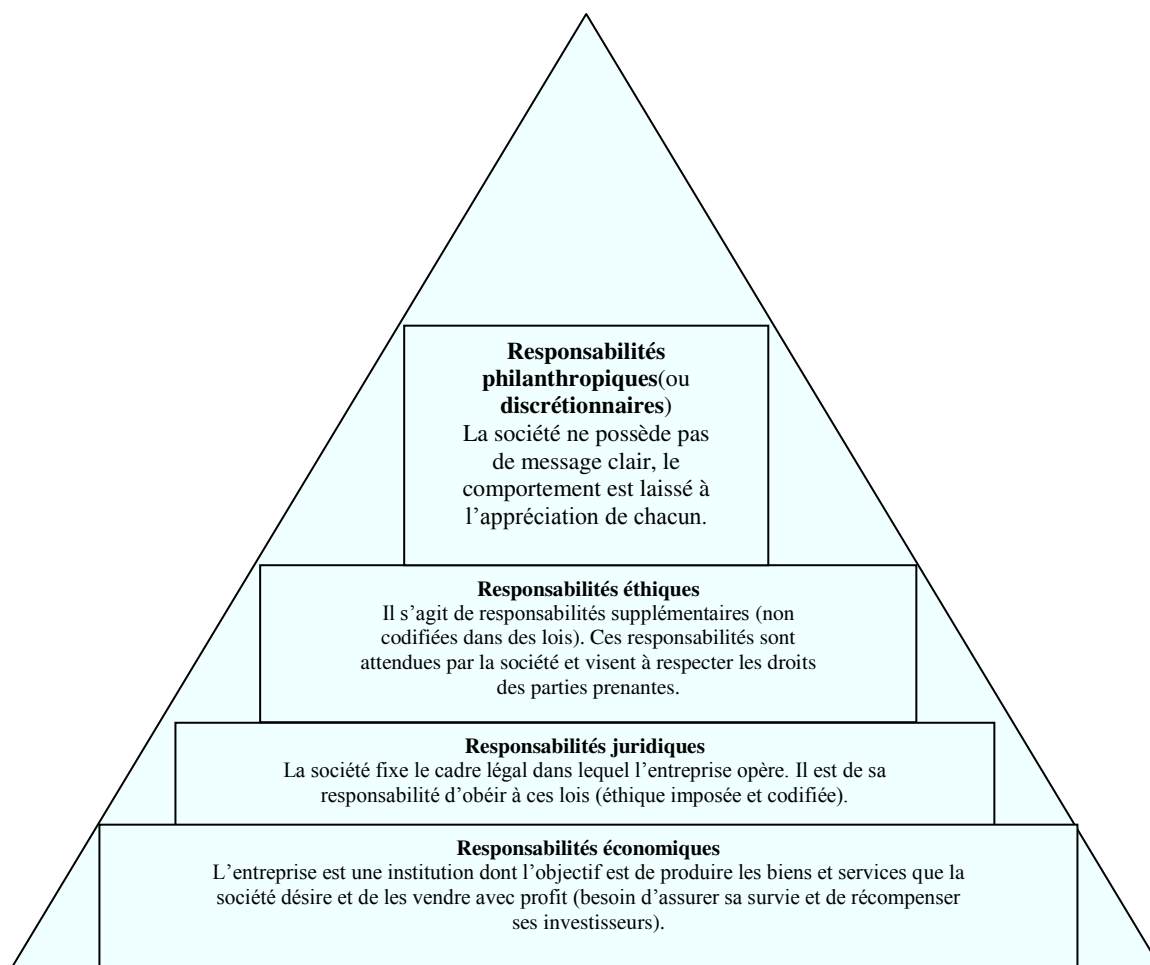


Figure 22 : Les composantes de la RSE (source Mercier, 2004 ; Carroll, 1991)

En effet, la responsabilité sociétale dépasse ce cadre purement économique et légal, en tentant d'atteindre un comportement conforme aux normes, valeurs et attentes de la société. Par le constat descriptif d'Akerman (1973), les entreprises cherchent bien à s'organiser afin de répondre aux demandes sociales qui sont appelées à évoluer dans le temps. Plusieurs recherches ont été mobilisées pour comprendre mieux le contexte. Celles-ci ont fait apparaître une nouvelle notion: celle de la réceptivité sociétale. Carroll (1999) a défini la réceptivité sociétale comme la capacité d'une société à répondre à la pression sociale. En revanche, Wood (1991) considère la réceptivité sociétale comme la mise en place d'une gestion des relations qui lient les firmes avec les différentes parties prenantes. A travers cette nouvelle notion, la responsabilité sociétale exige aux entreprises de prendre en compte les dimensions plus managériales et plus opérationnelles. Ainsi, on doit distinguer les obligations sociétales et les sensibilités sociétales dans la notion de responsabilité sociétale. Tandis que les premières correspondent aux pressions du marché et aux contraintes réglementaires, les deuxièmes relèvent non plus seulement de la mise en conformité, mais d'une démarche beaucoup plus active de prévention et d'anticipation (Sethi, 1975). Dans l'approche de Ackerman (1973), la sensibilité sociétale permet de spécifier aux individus ou aux groupes

d'individus qui ont un enjeu dans les activités de l'entreprises, d'identifier leurs attentes et de définir les démarches managériales pour y répondre.

Epstein (1987) a repris et développé la distinction entre les obligations sociétales et les sensibilités ou réceptivités sociétales dans la notion de responsabilité sociétale. Il estime que la responsabilité sociétale se rapporte aux différentes conséquences résultant des décisions organisationnelles, qui concernent les différentes parties prenantes. Ces conséquences appellent de ce fait une appréciation, par définition subjective ou relative, puisqu'elle dépend de certaines normes sociales. Dans ces conditions, on voit mal comment l'entreprise ou les investisseurs pourraient apprécier, par eux-mêmes, son degré de responsabilité sociétale. La définition proposée par Epstein fait également référence à la théorie des parties prenantes, stipulant que leur satisfaction est une condition sine qua non de la réussite organisationnelle. Une telle approche nécessite, par conséquent, la mise en œuvre de systèmes de mesures originaux et appropriés.

Après une longue tradition de réflexion, la notion de performance sociétale a émergé. Néanmoins, la notion de performance sociétale n'est pas encore définie explicitement et clairement dans les littératures. En effet, les définitions sont souvent construites à partir des recherches des principaux acteurs sur la responsabilité sociétale. Selon Carroll (1979), la performance sociétale d'entreprise est constituée par trois dimensions: les principes de responsabilité sociétale (économiques, légaux, éthiques et discrétionnaires), les philosophies de réponses apportées aux problèmes sociétaux qui se présentent (allant du déni à l'anticipation) et les domaines sociétaux au sein desquels l'entreprise est impliquée. Dans la recherche de mesure de performance d'entreprise (2004), Germain et Trébucq ont retenu trois dimensions dans leurs articles sur la responsabilité sociétale :

- « La première correspond aux fins que poursuit l'entreprise par le biais de la responsabilité sociétale. Celle-ci implique non seulement les impératifs de rentabilité économique et de respect des obligations légales, mais, au-delà, le recours à un comportement éthique, conforme aux normes et attentes sociales, ainsi qu'une part plus volontaire et discrétionnaire d'inspiration philanthropique.
- La seconde correspond à la sensibilité sociétale. Elle est mesurée en fonction de quatre postures possibles résumées par l'échelle RCAP (refus, contestation, adaptation et pro-action ou anticipation). En position de refus, l'entreprise s'oppose à toute modification. Lorsqu'elle opte pour la contestation, elle s'en tient généralement uniquement au minimum légal. L'adaptation représente une posture plus progressiste. Enfin, l'anticipation permet à l'entreprise d'obtenir un positionnement original, en tant que leader et avant-gardiste.
- La troisième propose, selon une optique plus pragmatique, une liste non exhaustive de domaines dans lesquels la responsabilité peut être exercée. En fonction de la période considérée et du secteur dont relève l'entreprise, il pourra s'agir plus particulièrement

de questions environnementales, sociales, actionnariales ou encore de qualité et de sécurité des produits. »

Selon Aggeri et al (2005), la performance sociétale d'entreprise devient un concept de fédérateur, une synthèse conceptuelle et une réconciliation des approches jusqu'alors disjointes au sein du champ de recherche. Pour la définition de performance sociétale d'entreprise de Carroll (1979), Wood révélait qu'il n'existait pas de théories permettant d'appréhender la performance sociétale. En faveur du développement durable, Carroll (1991) a ajouté la liste de parties prenantes par rapport à son modèle initial, les concurrents, les fournisseurs, les groupes d'activités, la société et tout groupe ou individus concerné par les activités de l'entreprise. La théorie des parties prenantes formalisées par Freeman (1984) ne précise ni la liste exhaustive des parties prenantes à prendre en considération, ni la façon optimale dont les richesses doivent être distribuées à ces parties prenantes. Pour appréhender la performance sociétale d'entreprise sur le constat plus pragmatique de la difficulté de la définition ci-dessus, Clarkson (1995) a proposé une démarche s'inspirant du fonctionnement effectif des entreprises. Ainsi, il a confirmé que les entreprises gèrent bien les relations avec leurs principales parties prenantes et n'intègrent pas dans leur démarche les questions sociales plus globales. « Est – il possible d'assimiler la notion de satisfaction et celle de performance ? » devient une question importante lorsque l'on veut appréhender la PSE. Pour la définition de performance sociétale d'entreprise (PSE), Wood (1991) rend un peu plus opérationnel le concept de PSE décrit par Carroll. Il la définit comme « une configuration organisationnelle de principes de responsabilité sociétale, de processus de sensibilité sociétale et de programmes, de politiques et de résultats observables qui sont liés aux relations sociétales de l'entreprise ». Cela permet aux investisseurs d'avoir une vision plus globale de la performance d'entreprise lorsqu'ils veulent évaluer la pérennité de l'entreprise.

B-2. La vision européenne de la RSE à l'émergence de la performance globale de l'entreprise

Selon Capron et Quairel (2007), la vision européenne de la responsabilité sociétale d'entreprise (RSE) ne ressemble pas à l'approche américaine. Dans la pratique, cette vision ne tient pas compte des actions philanthropiques de l'entreprise dans le champ de la RSE mais prend en considération ses actions appréhendées à travers ses activités habituelles de l'entreprise. En Europe, la frontière entre le métier de l'entreprise et les actions relevant de la responsabilité sociétale semble quasiment inexistence. Pour comprendre mieux l'approche européenne de la RSE, il faut consulter la définition de la Commission Européenne : « La RSE est un concept qui désigne l'intégration volontaire, par les entreprises, de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales et leurs relations avec leurs parties prenantes » (Livre vert, juillet 2001, p.8). Aux yeux de cette commission, les entreprises européennes sont considérées comme des entreprises socialement responsables lorsqu'elles dépassent les exigences légales minimales et les obligations imposées par les conventions collectives pour répondre à des besoins sociétaux. Il faut rappeler que la RSE est souvent mise en avant dans le contexte politique européen. Cela aide les dirigeants à

généraliser et à décliner les principes du développement durable dans leurs entreprises européennes.

A travers l'approche européenne de la RSE, il semble que la notion de développement durable soit souvent mise en pratique dans les entreprises. Notons que ces deux concepts appartiennent à deux niveaux différents. Selon Capron, Quairel (2007), le développement durable connu comme un concept macroéconomique, interpelle les entreprises dans leurs finalités, dans la conception de leurs organisations, en leur fournissant les principes qui conditionnent leurs activités économiques. Au contraire, la responsabilité sociétale permet aux entreprises de constituer les modalités pour répondre aux interpellations sociétales au niveau microéconomique. Aujourd'hui, les entreprises européennes peuvent trouver le sens pratique du terme de la « responsabilité sociétale » de façon concrétisée au travers du concept « Triple Bottom Line » : prospérité économique, respect de l'environnement, respect et amélioration de la cohésion sociale (Pesqueux, 2002). Baret (2006) indique que ce concept « traduit la prise en compte, à l'échelle de l'entreprise, des trois dimensions du développement durable ». Dans la pratique, les entreprises européennes mettent en place le développement durable en intégrant les trois objectifs poursuivis : l'un est économique (création de richesses pour tous à travers des modes de production et de consommation durables), l'autre est écologique (conservation et gestion des ressources) et le troisième est social (équité et participation de tous les groupes sociaux). Il faut noter que le développement durable se focalise à équilibrer ces trois dimensions pour éviter que la poursuite d'un objectif se fasse au détriment des deux autres.

Dans ce contexte, la notion de performance globale a été développée pour refléter la réalité de la performance d'entreprise dans les pays européens. Selon Marcel Lepetit, la performance globale est définie « comme une visée (ou un but) multidimensionnelle, économique, sociale et sociétale, financière et environnementale qui concerne aussi bien les entreprises que les sociétés humaines, autant les salariés que les citoyens ». Cette performance est déterminée par des indicateurs multicritères et multi-acteurs et non plus par une mesure en quelque sorte unique. Dans l'analyse de cette performance, il faut tenir compte des rapports que les entreprises entretiennent, non seulement avec leur environnement naturel mais aussi avec leur environnement sociétal. Dans la littérature managériale, de nombreux auteurs considèrent la performance globale comme une mesure pour évaluer la mise en œuvre par les entreprises du concept de développement durable (Capron et Quairel, 2005). Il semble que l'ensemble de ces auteurs s'accordent sur une définition où la performance globale des entreprises (PGE) est considérée comme « l'agrégation des performances économiques, sociales et environnementales » (Baret, 2006 ; Reynaud, 2003).

Néanmoins, la mesure de la performance globale devient un problème pour tout le monde, y compris les investisseurs lors de leur processus d'investissement. Actuellement, les entreprises ne peuvent pas utiliser leurs dispositifs d'évaluation pour intégrer, de manière équilibrée, aux dimensions économiques et financières traditionnelles, des dimensions environnementales, sociales et pour couvrir un périmètre d'impacts plus large (Carpo,

Quairel, 2005). En fait, les outils existant servent pour évaluer les performances de manière séparée ou mesurer au mieux le croisement de deux performances.

B-3. La vision de la RSE au Vietnam et la performance d'entreprise aux yeux des investisseurs Vietnamiens.

- État de la mise en œuvre de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) au Vietnam

Au Vietnam, le concept de RSE reste encore très nouveau et n'attire pas beaucoup l'attention des entreprises et des organisations, en particulier des investisseurs. Cependant, on doit reconnaître l'émergence de la RSE dans les entreprises vietnamiennes à travers les activités des sociétés multinationales au Vietnam. Ces sociétés construisent souvent les règles, les normes éthiques et l'éthique des affaires de nature universelle qui peuvent être appliquées dans différentes zones de marché. Par conséquent, la RSE est appliquée professionnellement et efficacement par des sociétés étrangères. D'autre part, certaines entreprises ont adopté des politiques de RSE et des règles d'éthique. Cependant, elles sont souvent basées sur l'approche descendante (top-down). En fait, les fournisseurs appliquent les règles d'éthique à la demande du client, plutôt que de développer eux-mêmes la RSE dans le but d'accroître leur part de marché. Cela peut exiger l'application de différentes règles et éthiques des entreprises, en fonction du nombre de clients avec lesquels elles négocient. Par conséquent, l'application des règles de RSE provoque parfois des conflits. En outre, il ya des changements importants dans la compréhension du concept de RSE au Vietnam, au niveau national et des entreprises. Cela rend l'application de RSE au Vietnam plus passive.

Les résultats de certaines études au Vietnam montrent que la responsabilité sociale des entreprises est couramment appliquée aux relations entre les entreprises et les parties prenantes telles que les employés, les actionnaires, les clients, les collectivités et les problèmes environnementaux.

1, Pour la RSE aux salariés, il faut aussi mentionner les questions qui méritent l'attention des entreprises:

- Le problème du travail des enfants.
- La question des salaires et des heures supplémentaires.
- La question de la discrimination.
- La question de la sécurité au travail.
- Les accidents du travail.
- Les grèves.

2, La RSE aux actionnaires.

En fait, le marché boursier du Vietnam a été récemment créé en 2000. Par conséquent, la RSE aux actionnaires reste encore nouveau pour les organismes financiers et l'autorité. Dans ce contexte, apparaissent quelques défauts dans les mécanismes de contrôle et de diffusion des informations boursières. Ce qui conduit au manque de transparence de l'information. Par exemple, de nombreuses sociétés cotées font des rapports financiers trimestriels, semestriels, annuels qui ne sont pas pertinents. Quine reflètent pas complètement les informations sur les résultats d'affaires de l'entreprise. En outre, on doit aussi rendre compte de la différence entre les informations publiées par les entreprises et ceux des cabinets d'audit. A cause de cette différence, certaines entreprises cherchent à profiter en donnant des informations inexactes, ce qui provoque des difficultés pour de nombreux investisseurs.

3, La Réseaux consommateurs.

Actuellement, un certain nombre d'entreprises vietnamiennes imitent fréquemment les marques célèbres. Cela leur permet de réduire des coûts dans le processus de vente et de marketing. Et encourage les consommateurs à acheter leurs produits. Exemple: Dans le marché de la moto, les consommateurs connaissent bien les motos de marque « Honda ». Au cours des dernières années, ils ont vu l'apparition des motos de marque « hongda ». De même, le marché de l'eau minérale, les consommateurs peuvent confondre les produits de « La Vie » avec ceux de « La Viege ». Ce phénomène se produit également dans nombreuses autres industries. En réalité, les consommateurs n'y prêtent pas beaucoup d'attention. Par conséquent, ils perdent aussi leurs droits légitimes et l'infraction se poursuit.

4, La RSE à la communauté.

Au Vietnam, la bienveillance des hommes d'affaires actuellement connaît des changements positifs. Les entreprises vietnamiennes de plus en plus s'intéressent à cette question. Leurs propres intérêts se sont attachés à ceux des communautés.

5, La RSE pour les questions environnementales.

La RSE pour l'environnement des entreprises est toujours une question « chaude » à laquelle il nous faut s'intéresser. Actuellement, seules 39 zones industrielles (ZI) parmi les 154 qui sont actives à l'échelle du pays, disposent des systèmes de traitement des eaux usées concentrées (occupent 25%). Mais ces systèmes ne sont pas construits de manière synchrone. Par conséquent, la quantité d'eaux usées industrielles déversées dans l'environnement chaque jour est autour de 500 000 à 700 000 m³, et la plupart n'est pas traitée. Cela pollue l'environnement et affecte la vie des gens qui habitent autour de ces ZI. La pollution de certains fleuves comme Tô Lịch, Nhuệ, Đáy, Cầu, Đồng Nai, Sài Gòn, Thị Vải ... est alarmante. En outre, les ZI manquent de mesures de protection de l'environnement. Par conséquent, dans le processus de production, elles n'ont pas de lieu d'enfouissement des déchets solides et liquides, ni de systèmes de leur traitement. Cela rend l'environnement de plus en plus pollué.

Au Vietnam, les entreprises s'intéressent de plus en plus à la mise en œuvre de la RSE. En particulier, les entreprises à capital étranger et un certain nombre de sous-traitants vietnamiens pour des produits étrangers. Voici certaines compagnies typiques au Vietnam qui mettent en œuvre la RSE:

- Honda Vietnam.
- Unilever Vietnam.
- SA des produits laitiers du Vietnam (Vinamilk).

Toutefois, les entreprises ne semblent pas avoir une méthodologie et un cadre juridique pour appliquer efficacement la RSE dans leurs affaires. Selon les recommandations d'une étude sur la RSE au Vietnam, elles suggèrent que le gouvernement fournisse aux entreprises et aux parties prenantes des informations sur les règles de la RSE dans le but d'élever leur sensibilisation et leur capacité, et qu'il établisse un fonds de soutien à l'application de la RSE. Les recherches menées par la Banque mondiale au niveau de l'entreprise au Vietnam ont identifié les tendances positives des organisations qui ont mis en œuvre la RSE, tels que: l'amélioration de leur image et de leur réputation, de meilleures conditions de travail, une meilleure productivité et une meilleure qualité des services. En particulier, les entreprises qui ont adopté la RSE au Vietnam, ont déclaré que le procédé amélioré avait contribué à améliorer la qualité des produits, à réduire le nombre de défauts des produits et à améliorer la capacité à répondre aux exigences des clients de manière constante. Ces entreprises sont également plus de contrats, sont plus stables et améliorent la satisfaction des employés (ce qui a réduit le nombre de licenciements ou de remplacements des employés).

Dans ce contexte, les investisseurs ne peuvent pas bien comprendre l'importance de la mise en œuvre de la RSE au Vietnam. Ce qui les met en difficulté dans la réalisation des évaluations concernant la performance des entreprises vietnamiennes dans le contexte aujourd'hui. Cependant, selon les recommandations ci-dessus, les investisseurs peuvent appliquer la vision européenne sur la RSE. Selon ce raisonnement, les investisseurs, en particulier les investisseurs institutionnels vont également rencontrer des difficultés similaires à évaluer la performance globale de l'entreprise dans le contexte actuel. Par conséquent, il nous faut considérer les méthodes d'évaluation de la performance globale de l'entreprise aux yeux des investisseurs dans la prochaine partie de la thèse.

1.2.2. La mesure de la performance d'entreprise aux yeux des investisseurs Vietnamiens.

Dans le monde changeant, les investisseurs ne semblent pas avoir une bonne méthodologie de mesure de la performance globale de l'entreprise lors de leur processus d'investissement. Donc, ils peuvent s'inspirer des outils de mesure de la performance d'entreprise qui sont utilisés par ses dirigeants. Cela leur permet de concevoir leur propre méthode.

Selon Angèle Renaud et Nicolas Berland, le dirigeant d'une entreprise peut considérer la performance globale comme un résultat de l'interaction entre les trois dimensions du développement durable à l'échelle de l'entreprise. Selon ce point de vue, il semble qu'aucune entreprise ne peut assurer la pertinence de la mesure de sa performance, ou le niveau d'intégration des trois dimensions du développement durable. Dans ce contexte, ses dirigeants peuvent être satisfaits eux-mêmes de cette mesure en utilisant des outils disponibles.

En fait, ils peuvent trouver un grand nombre d'outils pour mesurer le niveau de progrès de l'entreprise dans le développement durable. Toutefois, ces outils ne rendent pas compte de toutes les trois questions liées au développement durable. Au Vietnam, les entreprises ont tendance à appliquer les outils qui s'appuient sur la méthodologie d'évaluation de la performance globale de l'entreprise. Il nous faut rappeler que ces outils prennent en compte les trois aspects du développement durable, même si ces aspects sont séparés. Par conséquent, les dirigeants peuvent simplement considérer trois outils: le Balanced Scorecard (dans sa version actualisée à la RSE), le Triple Bottom Line reporting et le reporting GRI.

1.2.2-1-Les outils existants de la mesure de performance

a. Les évolutions du Balanced Scorecard (BSC)

L'apparition du BSC et son principe de fonctionnement.

Au début des années 90, R. Kaplan et D. Norton ont présenté un outil d'évaluation stratégique et de mesure de la performance de l'entreprise, nommé le Balanced Scorecard (le BSC) ou le tableau de bord prospectif. Cet outil combine les mesures financières et opérationnelles classées selon quatre dimensions : les résultats financiers, la satisfaction des clients, les processus internes et l'apprentissage organisationnel. En comparaison avec d'autres outils d'évaluation de la performance de l'entreprise, le BSC met l'accent sur l'importance des indicateurs non-financiers. En fait, le BSC est connu comme une hiérarchie entre les quatre axes, dont trois axes différents dépendent de l'axe financier. En plus concrètement, la satisfaction des clients, les processus internes et l'apprentissage organisationnel sont pris en considération comme les moyens pour atteindre les objectifs financiers (la satisfaction des actionnaires). Par conséquent, l'augmentation des compétences humaines (dans l'axe apprentissage organisationnel) conduit à l'amélioration de la productivité et de la qualité de service (dans les processus internes). Depuis lors, la satisfaction du client est améliorée. Cela permet d'assurer les objectifs financiers de l'entreprise. A partir de ces observations, le Balanced Scorecard ne peut pas être considéré comme un outil d'évaluation de la performance globale de l'entreprise parce qu'il est également orienté vers le résultat économique & financier.

Actuellement, un certain nombre d'outils a été développé à partir du BSC pour mesurer la performance globale. En 2001, Hockerts a améliorée le BSC initial par l'introduction d'un nouvel outil nommé Sustainability Balanced Scorecard. Il se compose en partie des indicateurs mesurant la performance environnementale et sociale des entreprises. Selon Kaplan et Norton (2001), la capacité de l'entreprise à devenir citoyenne. Cette idée fait partie

intégrante de la mesure de la performance relevant de l'axe processus interne. Selon ces auteurs, il faut considérer d'étendre l'axe clients à tous les partenaires de l'entreprise. En outre, le concept de Total Balanced Scorecard (TBSC) a été introduit par Supizet (2002). Il a été développé en se basant sur six relations causales entre les parties prenantes: les actionnaires, les clients, les usagers, l'entreprise elle-même en tant que personne morale, les partenaires, le personnel et la collectivité.

Bien que les outils mentionnés ci-dessus aient des évolutions significatives, la mesure de la performance globale de l'entreprise connaît encore de nombreux problèmes. En effet, Capron et Quairel (2005) considèrent le SBSC comme un outil qui permet d'atteindre des objectifs sociaux et environnementaux, « mais qui consacre la dissociation de la mesure de la performance ». Ce modèle est également orienté vers les résultats financiers. En outre, de nombreux auteurs critiquent également les autres évolutions du BSC, y compris le Balanced Scorecard de Kaplan et Norton (2001) et le Total Balanced Scorecard de Supizet (2002). D'autre part, les dirigeants ne semblent pas avoir l'habitude d'adapter le BSC au domaine de la RSE. Lingle et Shiemann (1996) ont également souligné l'importance des indicateurs financiers pour les dirigeants, alors qu'ils jugent les indicateurs relatifs au domaine de la RSE peu crédibles.

b. La Triple Bottom Line reporting (TBL)

En 1997, la Triple Bottom Line est introduite dans le livre "Cannibals with Forks" de John Elkington. Cette notion est connue comme une approche anglo-saxonne de la mesure de la performance globale de l'entreprise. Le terme est une allusion à la Bottom Line (la dernière ligne du bilan), c'est-à-dire au résultat net. En outre, les dirigeants peuvent mieux comprendre la signification de la Triple Bottom Line à travers les trois «p» de population, planète et prospérité.

Cet outil rend compte du résultat financier, mais également du bilan social et environnemental de l'entreprise. Grâce à cet outil, la performance globale d'une entreprise est mesurée en fonction de sa contribution à la prospérité économique, à la qualité de l'environnement et au capital social. Dans certains cas, cette notion offre aux dirigeants un cadre de travail qui permet de mesurer et de rapporter les résultats d'une organisation selon des paramètres économiques, sociaux et environnementaux. Dans d'autres cas, les dirigeants peuvent considérer cette notion en prenant en compte l'ensemble des valeurs, des points et des processus que leur entreprise doit observer pour minimiser tout dommage provenant de ses activités et pour créer de la valeur économique, sociale et écologique. Cette orientation semble compatible avec l'objectif clair de l'entreprise et prend en compte les besoins de toutes les parties prenantes de l'entreprise (actionnaires, clients, employés, partenaires commerciaux, gouvernements, communautés locales et le public).

BSC similaires le, la TBL est un outil pour évaluer la performance maintenant sur les trois domaines (économiques, sociaux et environnementaux) séparément (separée) sans tenir compte de la relation (des corrélations) entre eux. Dans la Triple Bottom Line, il ne semble

pas exister un diagramme de causalité (un schéma de causalité) entre les trois aspects (dimensions) du développement durable. Par conséquent, les gestionnaires ne peuvent pas évaluer la performance de l'entreprise dans son ensemble.

Comme le BSC, la TBL reste encore un outil d'évaluation de la performance de l'entreprise en trois parties (économique, social, environnemental) établies de manière séparée, sans prendre en compte les corrélations existant entre-elles. Dans la Triple Bottom Line, il ne semble pas exister un schéma de causalité entre les trois dimensions du développement durable. Par conséquent, le dirigeant ne peut pas évaluer la performance globale de l'entreprise.

c. Le reporting de la GRI

La Global Reporting Initiative (GRI) est connue comme le standard de reporting le plus avancé dans le domaine du développement durable. Cet outil fournit au dirigeant une approche contenant les différentes dimensions du développement durable à l'échelle de l'entreprise. Il a été créé en 1997 par la collaboration entre le Coalition for Environmentally Responsible Economies (CERES) et le Programme des Nations Unies pour l'Environnement (PNUE). Cet outil réunit des ONG, des cabinets de conseil et d'audit, des académies, des associations de consommateurs et bien sûr, des entreprises.

Dans la GRI, le dirigeant peut évaluer la performance de l'entreprise en se basant sur trois dimensions du développement durable: économique, social et environnemental. Premièrement, les indicateurs financiers permettent au dirigeant d'évaluer les impacts d'une entreprise sur la situation économique de ses parties prenantes (clients, fournisseurs, employés, fournisseurs de capitaux, secteur public) et sur les systèmes économiques au niveau local, national et mondial. Deuxièmement, les indicateurs environnementaux lui permettent d'évaluer les impacts d'une entreprise sur les systèmes naturels vivants ou non, notamment les écosystèmes, les sols, l'air et l'eau. Ces indicateurs seront généralement ou spécifiquement appliqués à une entreprise ou à un secteur. Enfin, les indicateurs sociaux permettent au dirigeant de mesurer les impacts d'une organisation sur les systèmes sociaux dans lesquels elle opère. Bien que ces indicateurs fassent l'objet d'un faible consensus en raison des différences culturelles, de l'étendue et de la diversité des impacts possibles, le dirigeant peut également obtenir les informations concernant le personnel, les clients, la population.

En réalité, la GRI est également critiquée même s'elle propose certaines avancées importantes dans la définition des indicateurs économiques, sociaux et environnementaux. Dans la dimension managériale, certains auteurs pensent que le développement durable ne peut plus se mesurer uniquement par la réduction de ses impacts aux trois dimensions de la performance mais également par l'interaction entre ces impacts.

Dubigeon (2002) pense que la GRI « compte davantage que ces impacts pris isolément » (p.104). Selon Stephany (2003), « la véritable valeur ajoutée du développement durable tient à la gestion des interactions entre les trois piliers » (p.154). Ainsi, la GRI est critiquée car on ne peut pas déterminer une performance intégrée mesurant les interactions entre les différentes

performances. En fait, cette critique se focalise sur sa reconnaissance des champs d'application : « restreindre les indicateurs de performance à ces trois catégories peut ne pas suffire à saisir la totalité de la performance d'une organisation... »

A partir des jugements ci-dessus, outre les dimensions économiques, environnementales et sociales, il faut considérer la performance intégrée comme un quatrième axe lors de l'évaluation de la performance globale de l'entreprise cible. Dans ce contexte, la GRI fournit quelques pistes sur la création d'indicateurs intégrés. Pour ce faire, le dirigeant peut s'appuyer sur deux types: les indicateurs systématiques et les indicateurs croisés. Grâce aux indicateurs systématiques, le dirigeant peut comprendre dans quelle mesure la performance d'une entreprise peut influencer celle d'un système plus large. Par exemple : le nombre total d'accidents du travail d'une entreprise rapportée à son secteur d'activité renseigne le dirigeant sur sa performance par rapport à un système plus global. Pendant ce temps, le dirigeant peut considérer la relation entre les indicateurs croisés sous la forme d'un ratio de plusieurs dimensions de la performance globale, par exemple, les quantités de déchets recyclés par unité de produit vendu.

Malgré l'évolution dans l'évaluation de la performance globale de l'entreprise, le dirigeant se rend compte des limites culturelles et techniques lors de sa considération des indicateurs intégrés. En effet, les indicateurs croisés ou les indicateurs transverses (Dubigeon, 2002) ne se limitent pas à deux dimensions, sans prendre en compte le croisement entre les trois dimensions de la performance. Pendant ce temps, les indicateurs systématiques sont seulement développés au niveau macroéconomique et sont quasi inexistantes au niveau des entreprises.

Techniquement l'assemblage des données hétérogènes (émissions de CO₂, pourcentage des personnes handicapées dans les effectifs, nombre d'heures de formation, montant des donations aux collectivités...) est impossible. D'autre part, le dirigeant rencontre certaines difficultés à faire l'agrégation des informations car ces dernières proviennent des différences d'activité, de contexte législatif et culturel.

A partir de ces observations, le dirigeant semble n'avoir aucun outil de mesure qui permet d'intégrer les trois dimensions du développement durable et de créer la mesure d'une performance globale. Ces outils contiennent certaines lacunes. TBL, BSC apportent au dirigeant une vision segmentée, alors qu'il ne reçoit qu'une vision partielle de la performance à travers la GRI. Par conséquent, Renaud (2007) s'est demandé si la notion de la performance globale n'aura pas été une utopie ou un mythe. Selon Capron et Quairel (2005), cette utopie pourrait être mobilisatrice parce que, les autres parties prenantes de l'entreprise prennent en compte également le développement durable quand elles se réfèrent à la notion de la performance globale. Dans ce contexte, la dissociation proactive est connue comme le seul moyen de maintenir l'utopie d'une performance globale de l'entreprise. Au niveau global, la dissociation des mesures de performance permet aux parties prenantes d'assurer la conformité symbolique leurs attentes. C'est également « la meilleure garantie du maintien d'objectifs multidimensionnels ».

En fait, la théorie des parties prenantes est connue comme un cadre théorique pour construire les outils de la responsabilité sociale des entreprises, y compris les outils mentionnés ci-dessus. Cette méthode considère les besoins des parties prenantes comme les critères d'évaluation de la performance globale. En fait, les parties prenantes ne sont pas considérées comme prioritaires par les investisseurs. Certaines possèdent des influences légitimes sur l'entreprise cible et leurs attentes sont urgentes. Dans ce contexte, lorsque les différentes parties prenantes ont des attentes conflictuelles, le dirigeant devrait classer ces attentes en fonction du niveau d'influence qu'une partie prenante peut exercer sur l'entreprise, de la légitimité de la relation entre la partie prenante et l'entreprise et de l'urgence de la situation de la partie prenante pour l'entreprise.

Il faut rappeler que les investisseurs doivent évaluer la capacité de répondre aux attentes d'une partie prenante de l'entreprise cible en s'appuyant sur les interactions entre cette entreprise et d'autres parties prenantes. Cela rend difficile l'obtention d'une performance globale de l'entreprise pour tous les acteurs. Par conséquent, la théorie des parties prenantes ne semble pas adaptée pour définir une mesure globale de la performance. Dans ce contexte, il faut inventer une nouvelle mesure pour obtenir un accord commun entre l'entreprise et ses parties prenantes. Cependant, pour que cette mesure soit efficace, elle doit être co-construite avec les différents acteurs selon un processus de compromis mutuel.

1.2.2-2- Vers une mesure globale de la performance : une approche conventionnaliste

Après avoir considéré l'apport de la théorie des conventions à la compréhension de la responsabilité sociétale, A.Renaud a développé la notion : «La mesure de la performance globale ne relève pas d'une convention sociale co-construite et négociée entre l'entreprise et ses différentes parties prenantes. Cette nouvelle mesure nécessite un compromis mutuel entre les acteurs».

Dans cette méthode, A.Renaud a rappelé les caractères conventionnels de la mesure de la performance globale de l'entreprise. Pour comprendre ces caractères, il faut revoir la définition de la convention. Des études sur la convention ont été déjà développées dans le domaine économique. Leurs auteurs ont procédé alors à un examen des hypothèses libérales classiques selon lesquelles les calculs privés des individus (clients, fournisseurs, salariés actionnaires, etc.) suffiraient à expliquer toute réalité sociale par le simple jeu des marchés.

Outre le domaine économique, le domaine de la gestion est un des domaines auxquels la théorie des conventions s'applique. Gomez (1997) a souligné le rôle important de cette théorie dans la définition de la notion de performance en sciences de gestion. Il faut rappeler qu'une logique conventionnelle fondée sur la conviction des acteurs, précise clairement les efforts à réaliser, les implications, le rôle de chacun, considéré comme sur ou sous-productif etc.

En outre, Gomez a également souligné l'existence d'une convention si la définition suivante était vérifiée:

- Dans une situation d'incertitude, une convention apparaîtra si l'utilité pour un agent est indéterminée en dehors de l'anticipation de l'utilité des autres agents de la population.
- Une convention est connue comme une régularité. Dans cette convention, une résolution systématique est proposée pour traiter des problèmes indécidables par des calculs isolés. Cette convention procure une règle de justification, qui évite le calcul et lui donne du sens lorsqu'il a lieu.
- Une convention est une conviction partagée. Le dirigeant peut vérifier ce constat à travers cinq critères, dits « conditions de Lewis »
 - chacun se conforme à la convention,
 - chacun anticipe que tout le monde s'y conforme,
 - chacun préfère une conformité générale
 - il existe au moins une autre régularité alternative,
 - ces quatre premières conditions sont Common knowledge (Savoir commun).

Afin de fournir une méthode de mesure de la performance globale, A.Renaud a fait la comparaison du concept de performance globale avec la définition des conventions. Selon lui, dans une situation d'incertitude, la mesure de la performance globale de l'entreprise ne prend sens qu'à condition que tous les acteurs adhèrent de la même manière aux principes du développement durable. Dans ce cas, une décision prise par une partie prenante (les actionnaires) aura des impacts sur l'entreprise si toutes les autres parties prenantes (les salariés, clients, fournisseurs...) considèrent cette décision comme normale.

Selon A.Renaud, dans des situations d'incertitude, la performance globale peut être considérée comme une régularité. Grâce à elle, les différents acteurs seront sensibilisés aux préoccupations du développement durable. En outre, cette performance permet de faire converger les intérêts individuels vers un intérêt commun à long terme. Dès lors, l'attitude des acteurs devient identique et facilement mimétique. Par définition, la performance globale se rapporte à un compromis entre les trois dimensions du développement durable. Par conséquent, A.Renaud indique également que la performance globale répond aussi aux cinq conditions de Lewis. En outre, sa mise en place nécessite la participation de toutes les parties prenantes. De plus, Persais (2006) dit: « chaque acteur anticipe que tout le monde s'y conforme sinon les efforts produits par chacun sont réduits à néant et chacun préfère une conformité générale car l'intérêt de se comporter de la même manière est supérieur à celui qui résulte d'un comportement anarchique ».

En outre, A.Renaud note que les dirigeants devraient également tenir compte d'une régularité alternative dans le processus de mesure de la performance globale de l'entreprise. Par exemple: Dans ce processus, ils ne peuvent que prendre en compte la mesure de la performance des opérations financières et exclure les autres performances. Des quatre conditions proposées par A.Renaud, les dirigeants peuvent développer un savoir commun dans la détermination de la performance globale de l'entreprise. En fait, si l'une de

ces quatre conditions ne peut pas être garantie, les dirigeants détecteront un décalage entre le discours affiché par l'entreprise et les pratiques mises en œuvre.

Selon A.Renaud, « La performance globale semble pouvoir s'assimiler à une convention entre l'entreprise et les parties prenantes ». Ce concept est compatible avec le contexte social actuel dans lequel les objectifs stratégiques de l'entreprise doivent répondre aux attentes des parties prenantes. Par exemple, l'entreprise doit appliquer les règles relatives à la protection de l'environnement définies par l'Etat. Selon ce point de vue, A.Renaud dit: «la performance globale peut alors être décrite comme une convention dans laquelle sa mesure résulterait d'une co-construction des règles et des individus qui y souscrivent ». Dans ce contexte, toutes les parties prenantes co-construiront et partageront les règles de mesure de la performance globale de l'entreprise. Il faut rappeler que la détermination de la performance globale de l'entreprise peut être réalisée à condition que chaque dimension de la performance globale soit le résultat d'un compromis négocié. Labelle (2006) a déclaré que « ce compromis n'est pas un accord obtenu par des concessions réciproques, selon la définition du Petit Larousse, mais un accommodement entre des formes de généralités différentes qui pointent vers de possibles dépassements de leurs contradictions (Boltanski et Thévenot, 1991) ». Dans ce contexte, une question a été posée aux dirigeants : «qui seront les garants de la construction de cette convention ? ». Selon Labelle (2006), les dirigeants sont ceux qui assurent une relation harmonieuse entre les acteurs.

Ainsi, les dirigeants bénéficieront de l'utilisation de la théorie des conventions, comme cadre conceptuel de recherche, pour mieux comprendre le concept de la performance globale dans le contexte d'aujourd'hui. En outre, ils peuvent également se référer à des hypothèses relatives à la théorie des conventions pour développer une approche de mesure de la performance globale.

A partir de ces observations, les dirigeants mesurent difficilement la performance globale de l'entreprise dans le contexte actuel. Il faut rappeler que, certains auteurs ont décrit la performance globale de l'entreprise connue comme l'agrégation des performances économiques, sociales et environnementales. Selon cette définition, de nombreux outils de mesure de la performance globale de l'entreprise sont donnés. Cependant, ils ne peuvent pas mesurer le degré d'interaction entre les différents segments de la performance. Grâce au Balanced Scorecard dans sa version actualisée à la RSE, au Triple Bottom Line reporting, les dirigeants ne peuvent obtenir une vision segmentée de la performance globale en trois dimensions: économique, sociale et environnementale. Ces instruments ne mesurent que ces dimensions de manière séparée pour ensuite les compiler sans prendre en compte les corrélations existant entre-elles. Dans le meilleur des cas, les dirigeants ne peuvent que mesurer les interactions entre deux dimensions: économique / sociale ou économique / environnementale par les indicateurs croisés de la GRI. Cet outil ne leur permet pas de mesurer l'interaction entre les trois dimensions de la performance globale. Il faut rappeler que, comme pour la mesure de la performance financière, les dirigeants doivent rendre compte des facteurs d'arbitrage politique pour le choix des indicateurs de mesure de la performance globale. Par exemple: Dans certains cas, les dirigeants se concentrent sur l'engagement de

l'entreprise sur la protection de l'environnement lors de la mesure de sa performance globale. De là, ces dirigeants et les parties prenantes de l'entreprise développeront des indicateurs au cours d'un processus concertatif et stratégique. Dans cette perspective, la performance globale peut être analysée comme une convention sociale co-construite et négociée entre les dirigeants de l'entreprise et ses différentes parties prenantes.

1.2.2-3- Limites des méthodes pour mesurer la performance globale de l'entreprise

En réalité, les approches ci-dessus devraient refléter principalement le point de vue des dirigeants de l'entreprise. Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, ces derniers ont dit que « le choix de ces indicateurs est un arbitrage politique » pour mesurer la performance globale. Cela les mène à appliquer les règles, les indicateurs selon leur système de hiérarchie à la stratégie de développement de l'entreprise. Il faut rappeler que les dirigeants détiennent souvent des informations prioritaires relatives aux activités de l'entreprise. Pendant ce temps, les investisseurs sont généralement en dehors de l'entreprise cible dans leur processus d'investissement. Par conséquent, ils ont très difficilement ces informations. Dans ce contexte, les investisseurs n'obtiennent qu'une part des informations publiées par les dirigeants. Par conséquent, les investisseurs manquent souvent d'informations utiles pour faire la mesure pertinente relative à la performance de l'entreprise cible. En conséquence, ils ne peuvent pas avoir la même méthode de choix des indicateurs que les dirigeants lors de la mesure de la performance globale.

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, la mesure de la performance de l'entreprise prend en compte non seulement les interactions entre les dirigeants - les investisseurs, mais aussi celles entre l'entreprise et ses autres parties prenantes (clients, fournisseurs, prêteurs, employés, concurrents, communautés). Grâce à ces relations, les investisseurs peuvent découvrir les accords, les engagements entre l'entreprise et ces dernières. Il convient de rappeler que, dans le contexte d'aujourd'hui, ces engagements sont souvent co-construits par l'entreprise et ses parties prenantes en se basant sur les facteurs liés à la responsabilité sociale et les facteurs environnementaux. En outre, les investisseurs peuvent rendre compte des mesures de mise en œuvre de ces engagements de ces acteurs. De là, ils peuvent évaluer si la mise en œuvre des engagements prise par l'entreprise est garantie. Cela permettra aux investisseurs de bénéficier également d'une mesure plus pertinente de la performance globale de l'entreprise cible.

Cependant, dans le contexte actuel, l'évaluation de la performance de l'entreprise mettra les investisseurs en difficulté même s'ils adoptent l'approche conventionnaliste suggérée par A.Renaud (2007). Cette difficulté provient de la partialité de l'information entre les investisseurs et les parties prenantes. En réalité, les uns détiennent des informations prioritaires que les autres n'ont pas. Grâce au développement de la TIC (technologies d'information et de communication) et à la mondialisation, les parties prenantes peuvent publier facilement les informations concernant l'entreprise cible. Cela contribue à réduire les effets de l'asymétrie d'information. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent obtenir des

informations liées à l'entreprise qui sont publiées par d'autres parties prenantes. Toutefois, dans certains cas, elles publient des informations dans leur propre but. Ces acteurs peuvent donc falsifier les informations ou publier tardivement les informations pertinentes sur le marché. Cela leur permet d'assurer leurs propres intérêts ou les intérêts de leurs responsables. Actuellement, dans le marché boursier, les autorités appliquent les règles pour assurer la transparence de l'information des sociétés cotées. Cependant, le phénomène de falsification des informations est courant non seulement dans le marché boursier, mais aussi dans le marché des biens et des services. Dans d'autres cas, ces acteurs publient objectivement ces informations. Par conséquent, les investisseurs sont des difficultés à sélectionner les informations dans le but de mesurer la sensibilité de ces acteurs pour l'entreprise. Il convient de noter que, les investisseurs sont toujours confrontés au décalage temporel au cours de la réception des informations des parties prenantes et de la situation réelle de l'entreprise. Cela conduit les investisseurs à ne pas avoir le même point de vue que les dirigeants sur l'entreprise cible. Dans le contexte actuel, la quantité d'informations liées à cette dernière augmente sans cesse. Les investisseurs ne peuvent pas donc traiter toutes ces informations pour l'évaluation de la performance globale de l'entreprise cible. Cette difficulté provient des contraintes financières, des contraintes en ressources humaines et du temps. A cause de ces restrictions, les investisseurs ne peuvent que choisir certains indicateurs pour traiter les informations recueillies. De là, ils peuvent mesurer la performance de l'entreprise. Cependant, cette approche ne leur permet pas d'évaluer la performance globale de l'entreprise cible.

A partir de ces observations, en référence à l'approche conventionnaliste, les investisseurs peuvent compter sur des indicateurs dérivés des engagements pris par le dirigeant avec les parties prenantes pour mesurer la performance globale de l'entreprise cible. Toutefois, à cause des contraintes mentionnées ci-dessus, ils ne peuvent que mesurer partiellement la performance globale en tenant compte de la sensibilité des parties prenantes liée aux activités de cette dernière. Alors, les investisseurs devront reconsidérer comment mesurer la valeur de l'entreprise ainsi que sa réputation dans le contexte d'aujourd'hui afin de développer leur méthode d'évaluation d'investissement pertinente.

1.3 Le concept d'image et celui de la réputation - la perception différente dans les yeux des investisseurs

1.3.1. Le rôle de l'évaluation de la réputation de l'entreprise dans le processus d'investissement:

Auparavant, les investisseurs ne se sont intéressés qu'à l'évaluation d'une entreprise en se basant sur son bilan. Cependant, ce bilan ne tient pas compte des informations concernant la réputation de l'entreprise ainsi que de ses ressources humaines. Ces informations comptables ne reflètent pas le dynamisme de l'entreprise. Cela explique pourquoi les investisseurs ne peuvent pas évaluer la tendance stratégique s'ils se limitent à analyser les informations comptables et financières. En fait, certaines entreprises sont devenues la cible des critiques des médias. Par exemple: Carrefour a été accusé de violer la loi pour son défaut de se conformer aux lois sur le travail de nuit, Mattel a été accusé de la déforestation en Indonésie

... Ces entreprises n'ont pas appliqué des règles pour répondre aux attentes de la société. Cela a entraîné des impacts négatifs sur leur image dans le marché. En revanche, certaines entreprises ont la confiance des parties prenantes en respectant les engagements sociaux. Depuis lors, leur réputation est de plus en plus élevée. Dans la réalité, les évaluations concernant la réputation de l'entreprise influencent également sur les décisions d'investissement des investisseurs. Ceci est confirmé dans un certain nombre d'ouvrages universitaires. Dans cette perspective, les investisseurs semblent avoir un intérêt à développer une méthode d'évaluation de l'image de marque et de la réputation afin d'évaluer la valeur de l'entreprise dans leur processus d'investissement.

Aujourd'hui, l'image d'une marque et la réputation de l'entreprise ont fait changer la façon d'évaluer la valeur d'une entreprise par les investisseurs. Ceci a été démontré dans nombreuses études sur la relation entre l'image de marque et les indicateurs de performance économique et sociale. Dans le rapport de Bourgogne (2012), les auteurs ont démontré que : " La différence entre la capitalisation boursière et la valeur comptable pourrait constituer une mesure de l'actif incorporel.". Selon Larkin (2003), pendant les 20 dernières années, il y a une grande différence entre la valeur comptable d'une entreprise et celle acceptée par les investisseurs. Depuis lors, Oxford Metricia a démontré que la valeur d'une entreprise se composait de 3 éléments principaux : la valeur comptable, actifs réels; la valeur de marque de commerce (mesurée par interbrand) et la valeur de réputation de l'entreprise (la valeur supérieure à celle comptable sur laquelle les titres de l'entreprise sont négociés sur le marché ouvert et qui n'est pas représentée dans sa marque. Ce point de vue semble marquer une évolution dans l'évaluation de la valeur de l'entreprise dans le contexte d'incertitude.

Dans la réalité, la marque et la réputation de l'entreprise sont également connus comme les actifs incorporels ou les ressources intangibles. Ils lui apportent souvent une source d'avantage concurrentiel dans le marché des biens et services ainsi que dans les aspects environnementaux et sociaux. Il faut rappeler que, l'imitation de ces ressources intangibles n'est pas aussi facile que celle des actifs corporels, telles que les usines ou l'équipement matériel. L'évaluation des actifs incorporels permettra aux investisseurs d'évaluer les forces, les faiblesses et la perspective de développement de l'entreprise sur le marché des biens et services. En d'autres termes, ils peuvent porter des évaluations liées à la création de valeur de l'entreprise en termes d'aspect économique, social et environnemental. Pendant ce temps, à travers l'évaluation des actifs corporels, les investisseurs peuvent évaluer la création de valeur de l'entreprise sur les marchés financiers et économiques. Pour ce faire, ils peuvent utiliser les méthodes de l'analyse financière et les prévisions financières pour bien exploiter les informations financières et comptables.

Cependant, dans le contexte actuel, les investisseurs sont également confrontés à de nombreuses difficultés dans l'évaluation des actifs incorporels. Par conséquent, il leur faut développer une méthode d'évaluation des actifs incorporels de l'entreprise ou de la réputation et de l'image de marque. Pour ce faire, les investisseurs doivent approfondir la notion de l'image de marque et de la réputation de l'entreprise afin d'avoir une vue plus claire de cette notion.

1.3.2. Différence entre le concept de l'image de marque fréquemment utilisé dans le monde Médiocristan et celui de la réputation utilisé dans Extremistan

Même si les investisseurs s'intéressent à évaluer la valeur de marque commerciale et la valeur de l'actif économique des entreprises ciblées, ils ne peuvent pas évaluer la valeur potentielle de ces entreprises. En fait, la marque de l'entreprise est juste un nom, un terme, un signe, un symbole ou n'importe quel élément qui définit un produit ou un service afin de le distinguer de ses concurrents. Il faut noter que le concept de la marque est applicable aussi à une organisation qui a sa marque. Par exemple : pour Apple, son nom est aussi une marque. En outre, nous voyons aussi la marque pour un produit d'une entreprise. Par exemple : Kronenbourg est une marque produite par la société Danone. La marque d'un groupe de produits est souvent utilisée dans le but de les distinguer de leurs concurrents. Alors, les investisseurs peuvent considérer la marque comme la réputation ciblée de l'entreprise. Autrement dit, la marque aide les individus, en particulier les investisseurs, à distinguer un produit ou un service qui est associé à une réputation ciblée et de lui donner des opinions concrètes en comparaison avec d'autres produits/ services concurrents. Plus concrètement, les investisseurs entendent rarement un produit ayant bonne ou mauvaise réputation, mais ils n'entendent qu'un modèle ou producteur ayant bonne ou mauvaise réputation. Dans la réalité, le concept de la marque est souvent associé à la notion de l'image lorsque les investisseurs évaluent une entreprise ciblée. L'évaluation d'image d'une ou plusieurs marques de l'entreprise joue également un rôle important pour les investisseurs lorsqu'ils évaluent une entreprise ciblée. Ce travail oblige les investisseurs à faire face à un certain nombre de limites. Ces limites proviennent des caractères de l'image de la marque. Il est à noter que l'image de marque de l'entreprise est fréquemment fluctuante, flexible et instable. Cette image prend généralement beaucoup de temps à se construire, mais peut être rapidement dégradée. Les investisseurs peuvent définir l'image de marque ici comme une image symbolique de l'entreprise qui est perçue par le public. Elle est généralement le résultat d'une séquence de messages reçus permettant d'identifier le profil de l'entreprise et de déterminer l'opinion du public pour l'entreprise. Aux yeux des investisseurs, la façon perçue d'une image de marque est souvent proactive, sélectionnée et minimaliste ; elle découle des logiques liées à la rationalité limitée. Il faut noter que l'image de marque de l'entreprise contribue à sa propre image. Depuis lors, les investisseurs peuvent construire une perception de l'image de l'entreprise en se basant sur celle de marque.

Cependant, cette tendance ne permet aux investisseurs que de percevoir l'image de l'entreprise par celle d'un ou de quelques produits, services représentés sur certains segments de marché dans lesquels l'entreprise cible opère. En d'autres termes, la réputation de la marque est vue comme un composant de la réputation de l'entreprise (Fombrun, 1996). Pendant ce temps, cette dernière « transcende » les univers de consommation, les segments de marché et les publics. D'ailleurs, certains auteurs soulignent également que l'image de marque représente seulement la stratégie à court terme de l'entreprise à un moment donné, mais n'explique pas celle à long terme. C'est également confirmé par un certain nombre de professionnels dans le domaine de la vidéo surveillance. En effet, Alerti a souligné que « l'image de votre entreprise est un mélange fait de perceptions, d'impressions, de croyances, et

de projections à un moment donné". En d'autres termes, l'image correspond plus à une photographie à un moment précis du jugement qu'une partie prenante d'une organisation.

A partir de ces observations, les investisseurs semblent encore manquer d'informations concernées pour évaluer l'ensemble de la réputation de l'entreprise cible. En effet, les investisseurs s'intéressent seulement aux informations qui leur permettent d'évaluer le niveau d'intérêt des consommateurs pour les produits ou les services lors de leur considération de l'image de marque en vertu de l'approche marketing. Lors de l'approche d'évaluation de la valeur de la marque sous le point de vue financier, les investisseurs ne s'intéressent qu'à cinq éléments clés concernant les produits et les services, tels que la prime de prix, la valeur de marché, le coût de remplacement, le chiffre d'affaires et la valeur boursière. Dans ce contexte, ces informations semblent seulement expliquer les éléments économiques, financiers de l'entreprise cible. Par conséquent, les investisseurs manquent encore d'une vue globale d'autres facteurs, tels que les éléments sociaux et environnementaux.

Dans ce contexte, les investisseurs ne peuvent pas évaluer pertinemment la valeur de l'entreprise grâce à celle de l'actif et celle de la marque commerciale dans le contexte économique en plein de mutation. Grâce au développement de nouvelles technologies de l'information et de la communication et à la mondialisation, de nombreux acteurs donnent facilement et rapidement leurs avis sur les produits, les services, ainsi que les politiques de l'entreprise. Sur le marché financier, les investisseurs se réfèrent à ces avis, mais parfois, ne vérifient pas leur qualité pour prendre des décisions d'investissement. Ce phénomène pourra avoir un fort impact sur la valeur de l'entreprise ainsi que son cours boursier sur le marché financier. Par conséquent, les investisseurs devraient reconsidérer le concept d'image de l'entreprise dans le contexte économique en mutation lorsqu'ils évaluent l'entreprise cible. Selon cette tendance, un certain nombre d'auteurs ont analysé la notion de réputation de l'entreprise dans le but de surmonter les limites liées à la dynamique de son image. Par conséquent, l'approche de la valeur de l'entreprise d'Oxford Metricia semble se conformer à celle des investisseurs, en particulier celle des investisseurs institutionnels sur le marché financier. À travers notre recherche bibliographique, il y a d'autres auteurs (Philippe Boistel) qui sont également d'accord avec cette approche. A partir de ces observations, les investisseurs peuvent considérer la réputation de l'entreprise aujourd'hui comme une forme de ses actifs stratégiques.

Pour comprendre plus précisément la réputation de l'entreprise, nous allons présenter le concept de la réputation et l'approche des investisseurs sur ce concept dans la prochaine partie de la thèse.

1.3.3. Les pensées de la réputation de l'entreprise cible

Comme nous avons constaté ci-dessus, la prise en compte de la réputation de l'entreprise cible sur l'ensemble des marchés (les marchés financiers et les marchés réels) procure aux investisseurs un cadre d'analyse complémentaire qui s'inscrit dans la réalité de ses activités

spécifiques. Pour mieux comprendre ce cadre d'analyse, il nous faut rappeler brièvement la définition de la réputation de l'entreprise et ses caractéristiques. Dans le rapport Bourgone publié en 2012, Nathalie de Marcellis –Warin et Serban Teodoresco pensent que " la réputation est un actif incorporel bâti avec le temps qui représente la valeur et la confiance accordées à l'organisation par les parties prenantes. C'est un élément clé qui favorise l'atteinte d'objectifs stratégiques dont la création de valeur, la croissance profitable et l'avantage concurrentiel durable. Chaque entreprise a une réputation unique qui ne peut être copiée. Celle-ci peut protéger l'organisation dans les périodes économiques difficiles et dans l'éventualité d'une crise ». A travers cette définition, ces auteurs ont tendance à adopter l'approche de parties prenantes (les salariés, les dirigeants, les actionnaires, les sociétés civiles, les créanciers, les investisseurs...) lorsqu'ils veulent considérer la réputation de l'entreprise cible. Dans cette optique, Barnett et al, (2006) ont montré que la réputation de l'entreprise était le résultat de l'ensemble des évaluations faites par de nombreux intervenants. Il faut noter que chaque partie prenante s'appuie sur son expérience directe avec l'organisation et sur les opinions de tiers, des parties prenantes (perceptions de la population, médias, contacts personnels) pour construire sa propre perception de la réputation de l'entreprise. Cette perception est évaluée selon ses propres intérêts, ses priorités et ses besoins. Cela explique pourquoi les investisseurs n'ont pas une évaluation similaire de la réputation de l'entreprise cible à celle des autres parties prenantes. Par exemple : Une organisation non gouvernementale qui évalue la performance d'une entreprise sous l'angle de la protection de l'environnement voit l'organisation différemment d'un actionnaire qui observe cette dernière dans le but de connaître l'environnement futur de rendement. D'ailleurs, il faut noter que les perceptions de la réputation de l'entreprise sont changeantes au fil du temps et selon les circonstances. Autrement dit, la réputation de l'entreprise n'est pas statique mais change constamment. Dans la réalité, elle résulte d'une démarche dynamique dans laquelle il faut prendre en compte des dimensions multiples. En tout temps, elle correspond à la somme ou à l'ensemble des évaluations des parties prenantes. Il faut noter que le changement de la réputation de l'entreprise dépend strictement de l'importance accordée par les différents intervenants ou de leurs comportements. En outre, les conditions et les tendances particulières du marché ont des grands impacts sur la réputation.

Dans le monde académique et professionnel, de nombreux auteurs ont proposé plusieurs méthodes et ainsi que certains indicateurs permettant d'évaluer la réputation de l'entreprise. Néanmoins, ces méthodes ne correspondent pas totalement au point de vue des investisseurs, y compris leurs intérêts, leurs priorités et leurs besoins. En effet, les agences de notation financière (« rating ») telles que Standard and Poors ou Moody's procurent aux indicateurs une indication qualitative importante concernant le risque attaché aux titres proposés par les émetteurs, notamment l'entreprise cible. Cette vision semble être plus proche de celle des créanciers sur les marchés financiers. Ainsi, elle ne reflète pas largement les objectifs des investisseurs et leurs besoins dans le contexte économique actuel. De même, il nous faut compter également sur les méthodes des organismes spécialisés, des bureaux d'analyse financière ou des cabinets d'études financière.

Face à de telles constatations, il semble que les investisseurs rencontrent certaines difficultés lorsqu'ils souhaitent évaluer la réputation de l'entreprise cible. D'une part, les investisseurs ne définissent pas une hiérarchie des déterminants concernant la réputation de l'entreprise cible dans le contexte économique changeant. D'autre part, les investisseurs ne peuvent pas accéder librement aux informations concernant la perception de la réputation des autres intervenants ou les comportements de ces derniers.

1.3.4. Méthode d'évaluation de la réputation de l'entreprise dans les yeux des investisseurs:

Dans le processus d'évaluation de la réputation de l'entreprise, les investisseurs peuvent considérer celle-ci comme un actif stratégique de l'entreprise cible. Par conséquent, aux yeux des investisseurs, elle est analysée comme le résultat de toutes les évaluations des parties prenantes liées à la réputation. En fait, chaque entreprise a un certain nombre de parties prenantes importantes, par exemple : les clients, les syndicats, les organismes de réglementation, les pouvoirs publics, les organisations non gouvernementales (ONG), les fournisseurs, les médias, les investisseurs. Comme nous avons mentionné ci-dessus, chaque partie prenante a sa propre méthode d'évaluation de la réputation de l'entreprise, basée sur ses propres facteurs dont la qualité de produit et de service, le milieu de travail et le rythme d'innovation, le style de leadership et le rendement financier. Selon certains auteurs, l'évaluation de la réputation dépend des intérêts des parties prenantes. Selon ce point de vue, nous pouvons reconnaître deux types de facteur déterminant la réputation de l'entreprise : la création de valeur pour les parties prenantes, notamment pour le client et pour l'actionnaire et la responsabilité sociale et sociétale.

1.3.4.1. La création de valeur pour le client et pour l'actionnaire

a) La création de valeur pour le client

Pour assurer la rentabilité et la pérennité dans un environnement concurrentiel, l'entreprise doit fournir aux clients le plus haut niveau de satisfaction. Par conséquent, les clients peuvent percevoir, de la part de l'entreprise, une création de valeur supérieure à celle créée par ses concurrents. Ils auront tendance à acheter les produits de l'entreprise. En fait, les clients peuvent percevoir les éléments qui peuvent composer la valeur de l'entreprise comme la qualité et la sécurité des produits ainsi que l'information et la protection du consommateur, ou bien les programmes de l'offre de produits et services associés. Cette plus-value perçue constitue la réputation potentielle de l'entreprise qui contribuera à sa performance. En effet, cela permet à l'entreprise d'élever le niveau de fidélité du client et d'attirer de nouveaux clients. Ces arguments sont confirmés dans un certain nombre d'ouvrages d'étude de plusieurs auteurs (Milgrom et Roberts (1986); Nelson (1974); Schmalensee (1978)).

Selon Fombrun et Shanley (1990), les principaux déterminants de la réputation de l'entreprise sont souvent des approximations des caractéristiques hétérogènes de l'entreprise, telles que des capacités et orientations managériales non immédiatement visibles de l'extérieur. En

théorie, les investisseurs auront des difficultés à évaluer les facteurs de création de valeur ci-dessus. Cependant, à l'heure actuelle, ils peuvent obtenir des informations relatives aux processus internes de l'entreprise via ses parties prenantes. Cela peut les aider à faire l'évaluation des facteurs qui déterminent la réputation de l'entreprise cible grâce à l'analyse de la chaîne de valeur (M.Porter). Ces déterminants peuvent porter sur les différentes étapes du processus de création de valeur, de la conception du produit ou du service à la mise à disposition du client. Plus concrètement, ils peuvent se situer sur la chaîne de valeur, y compris les processus internes de l'entreprise et les interactions entre ses différentes composantes. Par conséquent, le client doit veiller à toutes les étapes de ses différents processus financiers, administratifs, de production, économiques et environnementaux, culturels et humaines ou bien encore de ses décisions.

En outre, les investisseurs devraient prêter attention à l'orientation « marché » de l'entreprise, car elle contribue à définir les caractéristiques de l'entreprise capable de créer de la valeur client. En réalité, si l'entreprise est capable de bien maîtriser la chaîne de valeurs, elle pourra bien démontrer ses compétences distinctives ainsi que ses faiblesses. Ces nouvelles orientations permettent aux investisseurs d'évaluer sa capacité d'amélioration de différents processus, de développement de nouveaux portefeuilles d'activité, de développement de la R&D et de l'innovation. Depuis lors, ils pourront savoir si l'entreprise générera une augmentation de la valeur créée pour les clients. Cela va directement influencer sur sa réputation aux yeux des clients.

Enfin, les investisseurs peuvent reconnaître que la confiance, la qualité des produits et prestations offerts sont les déterminants de la réputation de l'entreprise aux yeux des consommateurs. En fait, certaines entreprises ne sont pas en mesure de maintenir la qualité de leurs produits ainsi que leur engagement envers les consommateurs. Par conséquent, leur réputation est négativement affectée, dans les yeux des consommateurs. Pendant ce temps, d'autres l'assurent bien. Ainsi, leur réputation est maintenue et améliorée au fil du temps. Cela est aussi démontré dans les études de certains auteurs.

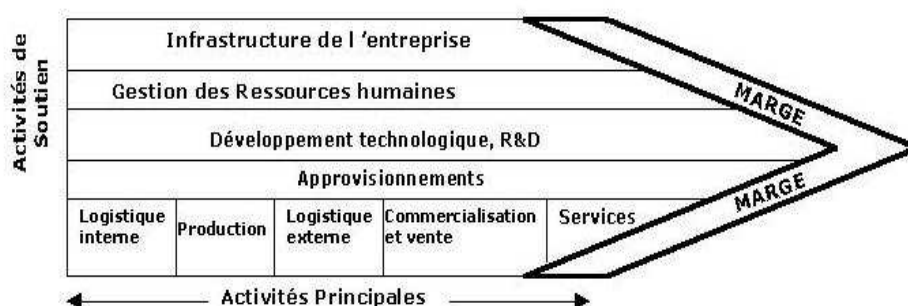


Figure 23 : la chaîne de valeur (M. Porter)

b) La création de valeur pour l'actionnaire

Actuellement, les actionnaires jouent un rôle important pour la survie de l'entreprise. Ils apportent les capitaux dont l'entreprise a besoin pour financer ses investissements. En fait, les

actionnaires détiennent souvent une part du droit de propriété sur l'entreprise. Par conséquent, les investisseurs doivent prendre en compte leurs intérêts lors de l'évaluation de la réputation de l'entreprise. Dans le processus de la répartition de la valeur ajoutée, les actionnaires exigent souvent de percevoir des dividendes. Dans ce contexte, les dirigeants devraient prendre des engagements face aux actionnaires afin de créer de la valeur actionnariale. De là, ils ont tendance à agir dans l'intérêt des autres actionnaires en préservant les intérêts d'autres parties prenantes, notamment ceux des employés. Toutefois, les dirigeants ont des difficultés à opérer des choix permettant de concilier tous les intérêts divergents de ces acteurs en raison de leur rationalité limitée.

Dans le document « La réputation de la grande entreprise est-elle un actif spécifique ? » (Centre de ressources en économie et gestion), les auteurs soulignent un certain nombre de déterminants qui influencent sur la réputation de l'entreprise comme des profits conséquents, une croissance profitable, la protection des investissements financiers et la diffusion d'une information exacte et sincère à l'attention des actionnaires. De même, les investisseurs peuvent également considérer une rentabilité acceptable et la pertinence des arbitrages effectués en matière de partage de la valeur ajoutée entre salariés et actionnaires comme facteurs qui impacteront la réputation de l'entreprise. Par conséquent, la réputation de l'entreprise pourra être bonne ou mauvaise en fonction de cette répartition plus ou moins équitable. En France, les entreprises sont encouragées à privilégier le facteur de production par le capital au détriment du facteur de production par le travail. Les dividendes augmentent tandis que les salaires stagnent. Ici, les impacts sur la réputation de l'entreprise proviennent de l'opposition dans la répartition entre le capital et le travail. En 2012, L'Oréal et quelques autres entreprises publiaient un dividende en hausse. Cela fait augmenter la confiance des actionnaires. En même temps, le dividende de Renault a tendance à baisser et cela influence négativement sur la réputation de l'entreprise.

A partir de ces observations, les investisseurs peuvent comprendre les déterminants de la valeur créée par l'entreprise pour le client ainsi que pour l'actionnaire. Il faut savoir que ces valeurs créées ne sont qu'une composante s'inscrivant dans un concept plus global, celui du système de valeurs auquel les investisseurs devraient s'intéresser pour leur évaluation. Ceux-ci regroupent un ensemble d'éléments auxquels sont sensibles, à des degrés divers, les consommateurs et les actionnaires, notamment les relations que les entreprises entretiennent à la fois avec leurs autres partenaires internes et externes ainsi qu'avec l'environnement. En général, ils peuvent provenir des trois facteurs ci-dessous:

- L'expertise en domaine d'activité de l'entreprise – l'entreprise devrait être reconnue comme spécialiste dans les domaines concernés.
- Le niveau de confiance de l'entreprise: l'entreprise devrait avoir une longue feuille de route incontestable sur les plans du respect de ses engagements avec les parties prenantes, en particulier les clients et les actionnaires.

- La communication efficace de l'entreprise: l'entreprise devrait bien comprendre les états émotionnels des parties prenantes.

Selon Nathalie de Marcellis-Warin et Serban Teodoresco (2012), l'agrégation des trois facteurs mentionnés ci-dessus nous permet de déterminer le niveau de confiance vis-à-vis de l'entreprise. Ils aident les parties prenantes, en particulier les clients et les actionnaires, à évaluer la réputation de l'entreprise.

1.3.4.2. Responsabilité sociale de l'entreprise

Aujourd'hui, certains chefs de la direction de l'entreprise mettent l'accent sur les investissements dans le domaine de la responsabilité sociale de l'entreprise afin de répondre aux attentes de ses parties prenantes. Cela permet à l'entreprise de bâtir et d'améliorer ses capacités dans le domaine social et environnemental. Ainsi, l'entreprise peut bâtir et protéger la réputation de son organisation (Pharoah (2002)). A partir de ces arguments, les investisseurs peuvent considérer la RSE comme l'un des déterminants de la réputation de l'entreprise. Pour ce facteur, les investisseurs doivent rendre compte de l'engagement de l'entreprise à intégrer les considérations économiques et sociales dans l'avantage par rapport à la concurrence. Lors de l'application de la responsabilité sociale en entreprise, Larkin (2003) a indiqué une conviction courante dans le milieu des affaires. En conséquence, les entreprises doivent être responsables de leur utilisation des ressources, que ces dernières soient naturelles, humaines, communautaires ou autres.

En réalité, la réputation de l'entreprise sera affectée si l'information environnementale envoie un signal positif ou négatif (Philippe et Durand (2009)). Pour les grandes entreprises, les investisseurs peuvent considérer la responsabilité sociale comme une assurance contre les risques liés à la réputation (Cardebat et Cassagnard, 2010).

Dans le processus d'évaluation de la réputation, les investisseurs peuvent utiliser un certain nombre de critères liés à la responsabilité sociale de l'entreprise pour attribuer la note. En fait, les méthodes d'évaluation ont différents niveaux de priorité pour les critères d'évaluation liés à la RSE. Cela dépend du point de vue de chaque acteur, de différentes organisations, y compris les investisseurs. Dans le système de classement, Fortune n'apprécie pas le rôle de la RSE. En effet, les attributs liés à la collectivité et à l'environnement représentent moins de 10% de l'évaluation. Cependant, la responsabilité sociale est appréciée par Reputation Institute. Dans l'évaluation de la réputation, les attributs liés au milieu de travail, au caractère citoyen et à la gouvernance représentent un poids de plus de 40% dans la note globale liée à la réputation de l'entreprise. Il faut rappeler que les investisseurs s'appuieront sur l'évaluation perçue des parties prenantes pour faire leur évaluation de la réputation de l'entreprise dans le domaine social et environnemental. Selon ce point de vue, les investisseurs doivent également définir un système prioritaire des indices lors de l'examen de la réputation de l'entreprise.

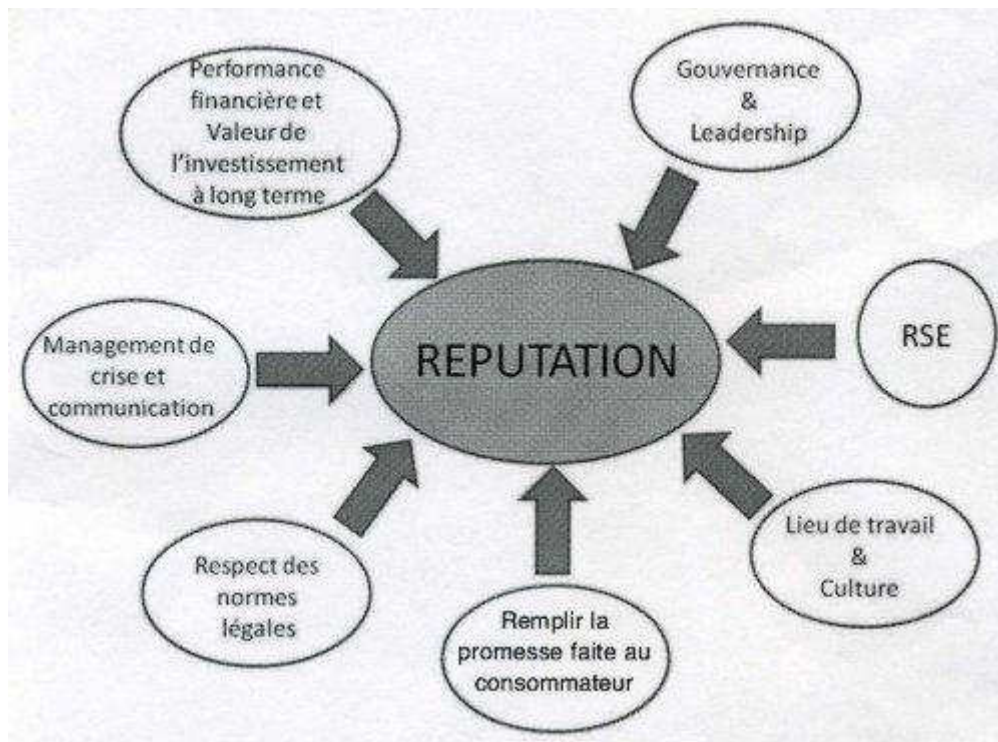


Figure 24 : Les déterminants de la réputation de la GE

1.3.5. La mesure de la réputation d'une entreprise aux yeux des investisseurs

A travers la recherche de littérature, certains auteurs ont proposé quelques approches pour mesurer la réputation d'une entreprise. En effet, Tournois Laurent repose sur un schéma intégrateur consistant à l'approche par les ressources (« Ressource-based View ») et à l'orientation marché (« Market Orientation ») pour mesurer la réputation sous les différentes perspectives. Cette méthodologie d'évaluation est basée sur le principe de l'évaluation des ressources. Selon cette approche, l'entreprise est modélisée comme un ensemble de ressources, valorisées et combinées, qui conduisent à un certain nombre d'aptitudes organisationnelles spécifiques (Métais, 1997). Selon ce point de vue, les investisseurs peuvent déterminer deux principaux enjeux lors de l'évaluation de la démarche stratégique de l'entreprise. Premièrement, les investisseurs devraient clairement définir, identifier et classer les ressources et aptitudes propres à l'entreprise. Ce travail leur permet de comprendre dans quelle mesure elles en déterminent le processus de production (Métais, 1997). A partir de cela, les investisseurs peuvent évaluer une matérialisation d'un ensemble de compétences et capacités organisationnelles résultant des activités de l'entreprise. Dans cette méthode, ils considèrent une entreprise ayant un avantage concurrentiel soutenable si celle-ci possède des ressources difficilement imitables par la concurrence et valorisées par les clients.

Afin d'évaluer la réputation de l'entreprise en se basant sur la création de valeur pour le client, les investisseurs doivent prendre en compte les principaux déterminants que l'entreprise appliquera à la stratégie. Via cette approche d'orientation interne, ils ne pratiquent que le cadre théorique fondé sur l'étude de la valorisation des ressources, et nullement celui fondé sur l'orientation de l'entreprise. Dans cette approche, on suppose que l'entreprise cible se

trouve dans une position concurrentielle forte dans le marché des biens et services. Dans ce contexte, elle se confronte facilement aux incertitudes. Cela affecte aussi directement les évaluations des investisseurs dans le processus d'investissement. Par conséquent, il leur faut définir le cadre d'analyse qui intègre le contexte de marché dans lequel les entreprises se concurrencent. Pour ce faire, les investisseurs devraient identifier les tendances de développement du marché. Cela leur permettrait de prévenir les opportunités latentes susceptibles de créer de la valeur pour l'entreprise. Depuis lors, les investisseurs peuvent détecter les incertitudes en considérant l'adéquation entre la capacité de développement des ressources et la tendance de développement de chaque activité de l'entreprise.

1.3.6. Les limites de cette approche ci-dessus:

Par définition, la réputation de l'entreprise peut être analysée grâce au résultat de toutes les évaluations des parties prenantes (clients, actionnaires, etc.). Il faut savoir que l'on adopte souvent les méthodes d'évaluation fondées sur les propres facteurs en lien liés aux différentes dimensions du problème (financières, économiques, sociales). En outre, dans le contexte de la mondialisation, les informations augmentent sans cesse grâce au développement rapide de la science d'information et de la communication. Les parties prenantes donnent rapidement leur évaluations sur l'entreprise cible. Cela conduit les investisseurs à ne pas pouvoir traiter toutes les informations liées aux différentes dimensions précitées. Dans cette situation, premièrement, les investisseurs semblent avoir des difficultés à synthétiser toutes les évaluations, les perceptions de ces parties prenantes. Deuxièmement, cette difficulté est souvent enracinée dans l'absence d'un système d'évaluation des priorités pour les indices d'évaluation de la réputation de l'entreprise cible. Troisièmement, les investisseurs ne semblent pas se rendre compte du changement ou/et du décalage temporel concernant la réputation dans l'environnement d'aujourd'hui. Il faut savoir que ces facteurs peuvent influencer sur la formation des contextes hypothétiques de l'entreprise. Dans certains cas, les investisseurs doivent attendre plus d'informations pour confirmer une situation hypothétique lors de la considération de l'entreprise. Cependant, la non prise en compte du décalage temporel rend difficile l'évaluation de la réputation de l'entreprise. Enfin, l'approche par les ressources et l'orientation « marché » ne peut pas encore intégrer complètement toutes les méthodes d'évaluation de réputation de l'entreprise aux yeux des investisseurs dans le contexte d'aujourd'hui. Selon cette méthode d'évaluation, les investisseurs semblent ignorer l'évaluation de sa réputation dans les dimensions financières ainsi que sociales et environnementales. Actuellement, ces facteurs jouent un rôle de plus en plus important dans les décisions des investisseurs. Cela a été démontré dans les études de certains auteurs, ainsi que dans la pratique. Par conséquent, les investisseurs doivent tenir compte des ressources et de l'orientation de l'entreprise vis-à-vis des autres concurrents. Ces orientations engagées peuvent être formées sur la base des attentes des parties prenantes de l'entreprise au fil du temps. Outre l'évaluation de son avantage concurrentiel dans le marché des biens et services, les investisseurs devraient considérer si ses ressources peuvent assurer ses engagements pour les parties prenantes dans les marchés financiers et dans les dimensions environnementales, sociales. Cela exige les investisseurs de prendre en compte en plus la

dimension financière, sociale et environnementale dans l'approche par des ressources et l'orientation marché. A partir de ces observations, les investisseurs doivent avoir une méthodologie intégrant toutes les évaluations des parties prenantes pour faire l'évaluation de la réputation de l'entreprise. Cette méthodologie devrait avoir une solution systématique pour répondre aux limites ci-dessus. Pour ce faire, il faut que les investisseurs comprennent le concept de l'intelligence financière et déterminent sa position dans le processus de prise de décisions d'investissement.

1.4 L'impact de la réputation sur la valeur de l'entreprise

Aujourd'hui, certains auteurs ont souligné les impacts des changements liés à la réputation de l'entreprise sur sa valeur dans toutes les dimensions financières, économiques, sociales et environnementales.

Aaker et Jacobson (1994) ont constaté la relation entre la réputation de l'entreprise et les gains positifs des actionnaires. Grâce à cette étude, les auteurs ont montré comment la réputation de l'entreprise fournissait des signaux aux autres communautés, y compris les investisseurs, générant un contenu d'information et réduisant le risque de ce fait. Dans une autre étude, Srivastava et al., 1997, ont également montré l'influence de la réputation de l'entreprise sur l'évaluation de celle-ci dans les marchés financiers. Grâce au sondage du magazine Fortune concernant la réputation notée des entreprises les plus admirées, ces auteurs ont montré qu'une entreprise dont la note liée à la réputation passe de 5 à 8 connaîtrait une réduction du coût annuel de ses capitaux de 1 pour cent, par conséquent, une augmentation de sa valeur de 7 pour cent.

En outre, la comparaison entre la réputation de l'entreprise et celle de ses concurrents a été considérée au niveau microéconomique (consommateurs ou actionnaires) ainsi qu'au niveau macro-organisationnel. Dans une analyse de la valeur des 500 plus importantes entreprises européennes, Oxford Metrica s'est focalisé à mesurer l'apport du capital – réputation au rendement de la valeur pour les actionnaires. Cette analyse lui a permis de conclure que les entreprises dont la réputation est solide peuvent surclasser la concurrence par des rendements supérieurs de plus de 100 pour cent (Oxford Metrica, 2011). A travers une analyse sur 35 entreprises, le Reputation Institute a comparé leur note dans les classements des entreprises les plus admirées et le cours de leurs actions. Il a tiré une conclusion qu'une augmentation positive d'un point de la note relative à la réputation était liée à une hausse de la capitalisation boursière moyenne de 147 millions de dollars, et une diminution d'un point de la note liée à la réputation était liée à une baisse de la capitalisation (Fombrun et Foss). Par conséquent, la perte de réputation sur les questions financières peut être catastrophique pour l'entreprise. L'entreprise peut faire face à la baisse des revenus, à la réduction de valeur boursière, à l'augmentation du coût des capitaux ou à la faillite.

La réputation de l'entreprise joue également un rôle important dans l'évaluation de la valeur de l'entreprise dans des marchés des biens et services. Ce sujet attire également l'attention de nombreux chercheurs. En effet, la réputation de l'entreprise fournit des informations relatives

à l'entreprise (Teece, Pisano et Shuen, 1997), indiquant sa position en termes de ressources ainsi que celles relatives à ses positions dans les différents marchés. En outre, certains auteurs considèrent la réputation de l'entreprise comme signalisations (Milgrom et Roberts, 1986), où elle peut signaler la qualité sous-jacente d'un produit ou d'un service, en particulier dans des cas d'incertitude. Dans ce contexte, le concept « signaux de valeur », a été présenté par Porter (1985), désigne les critères que les consommateurs utilisent pour renseigner leurs décisions d'achat. Milgrom et Roberts (1986) présentent un modèle économique structural permettant de signaler la qualité des deux principaux facteurs liés à l'entreprise: le prix et la publicité non-informative. Ce type de signalisation peut positionner la réputation de l'entreprise en termes de contenu informationnel. Cela crée une base pour le choix reposant sur une prise de décision heuristique qui limite les efforts de recherche d'informations. Ce facteur conduit les parties prenantes (consommateurs, gestionnaires, concurrents, investisseurs, etc.) au choix différencié de la marque d'une entreprise par rapport aux concurrents. En fait, la tendance basée sur l'approche économique de la signalisation est également vérifiée par un certain nombre d'études. The Gandalf Group a conçu le Consumerology Report pour mieux connaître l'importance des effets que peuvent avoir les macro-tendances sur le comportement des gens. Dans ce rapport, les deux tiers des Canadiens ont affirmé que la réputation de l'entreprise influençait considérablement leur choix d'achat de la marque associée (Byrne, 2010).

Outre les dimensions financières et économiques, la réputation de l'entreprise est également évaluée dans les dimensions sociales et environnementales. En fait, elle attire l'attention des parties prenantes en termes de prestige et de puissance organisationnelles (Veblen, 1953 ; Weber, 1992) et sur la manière dont les liens sociaux « s'interposaient » dans les échanges (Podolny, 1993). Tournois Laurent pense que « la réputation de l'entreprise facilite l'activité économique, des transactions aux alliances, en guidant les agents économiques (fournisseurs, investisseurs, consommateurs, etc.) pour agir entre eux ». Cette idée semble convenir à la situation réelle d'aujourd'hui où l'activité économique est associée à la construction sociale des entreprises et du marché. Par conséquent, la réputation de l'entreprise est connue comme un système potentiel principal déterminant la formation et l'origine des relations à long terme. En outre, Rao (1994) a souligné que la réputation de l'entreprise était le résultat d'un processus social de légitimation où les réclamations de légitimité justifient et positionnent une entreprise dans un système partagé de croyances et de règles. En réalité, outre les facteurs de la volonté, la construction de la réputation de l'entreprise devrait prendre en compte ceux de la concurrence pour la légitimité. Elle est sujette à des variations en termes de coûts de protection et d'enrichissement, et d'opportunités. Les parties prenantes se basent sur ces différentiels de coûts pour critiquer la détermination du positionnement d'une entreprise. Tournois Laurent suppose que dans les modèles de légitimité, il y a un lien « flottant » entre les ressources telles que la réputation de l'entreprise et leur capacité à générer des activités économiques. Dans ces modèles, il faut considérer la capacité de l'entreprise à utiliser à la fois des symboles et des signaux à l'intérieur des constructions sociales des différents marchés comme l'élément qui légitime les ressources.

Selon Meyer et Rowan (1977), la réputation d'une entreprise peut être gagnée si celle-ci utilise des symboles pour soutenir la légitimité et poursuive une ligne de conduite qui se

conforme à la pratique institutionnalisée. Cela aide l'entreprise à avoir de plus grands degrés de liberté par rapport à l'activité économique, en termes d'un plus grand accès à toutes les formes de capital. Dans ce contexte, la réputation de l'entreprise est considérée comme une base pour des relations entre celle-ci et son environnement élargi. Cela permet aux ressources d'une entreprise de devenir intégrées à un système social enrichi et crée un avantage concurrentiel soutenable.

A. La relation entre la performance globale et la réputation de l'entreprise:

A partir des observations ci-dessus, nous constatons que la réputation de l'entreprise a une interaction étroite avec sa performance financière, en particulier dans le contexte d'aujourd'hui. Cela nous amène à une hypothèse: «il existe une corrélation entre les déterminants de la réputation de l'entreprise cible et les indicateurs financiers». En réalité, cette corrélation reflète fidèlement la position de l'entreprise dans l'ensemble des relations entre elle et les parties prenantes. Il faut savoir que ces relations sont développées en se basant sur les règles qui sont Co-construites et partagées par l'entreprise et les autres parties prenantes. Le respect de ces règles, de ces accords permet à l'entreprise de gagner en bonne réputation. Cela l'aide à augmenter ses ressources d'actifs incorporels. Depuis lors, elle sera en mesure d'avoir plus d'avantages en termes de finance à avenir. Au contraire, si l'entreprise ne respecte pas ces engagements, sa réputation sera facilement dégradée aux yeux des parties prenantes. Cela lui fera perdre une partie importante de sa valeur intangible. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, l'impact de la réputation sur les dimensions financières de l'entreprise est très important. Cela indique que la valeur de sa réputation occupe une grande partie de sa valeur totale. Cela a été confirmé dans une étude réalisée par Oxford Metrica (2011) sur le capital - réputation. Selon ce raisonnement, on peut considérer la réputation de l'entreprise comme un déterminant majeur permettant aux investisseurs de déterminer la position actuelle de l'entreprise en termes de respect des engagements entre le dirigeant et les parties prenantes. Pendant ce temps, les indicateurs financiers aident les investisseurs à déterminer l'état des ressources ou des actifs corporels de l'entreprise cible. De là, ils peuvent anticiper si elle est capable de respecter ses engagements pour les parties prenantes. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent évaluer sa valeur créée en mesurant les indicateurs financiers et la réputation dans leur processus d'investissement. La mesure de la valeur ajoutée de l'entreprise cible semble les aider à prendre des décisions d'investissement pertinentes dans le contexte d'incertitude.

Il faut savoir que la création de valeur de l'entreprise est également évaluée à travers la mesure de sa performance. Cependant, auparavant, sa performance était seulement interprétée via le rendement financier, sans prendre en compte les facteurs extra-financiers et ceux de la responsabilité sociale. Cette méthode d'évaluation ne semble pas pertinemment refléter la valeur de l'entreprise dans le contexte actuel. Par conséquent, outre les facteurs financiers et économiques, de nombreux auteurs ont rendu compte des facteurs sociaux et environnementaux pour leur méthode d'évaluation de la performance de cette dernière. Toutefois, les investisseurs sont confrontés à de nombreuses difficultés dans l'utilisation des

outils existants pour évaluer la performance de l'entreprise cible. Ces outils ne leur permettent pas d'évaluer avec précision l'ensemble de sa performance globale. En d'autres termes, il est difficile d'évaluer avec précision la valeur générée par l'entreprise en utilisant ces outils. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, les investisseurs ne peuvent que mesurer sa performance globale en évaluant sa tenue des engagements qui sont co-construits et partagés par elle-même et les autres parties. Il faut rappeler que dans ce processus d'évaluation, les investisseurs se situent souvent en dehors de l'entreprise cible. Par conséquent, ils sont affectés par l'asymétrie d'information. En d'autres termes, ils ont beaucoup de difficultés à obtenir des informations liées aux engagements de l'entreprise et des parties prenantes car certains acteurs ne veulent pas les divulguer au public. Pour obtenir ces informations, les investisseurs devraient prendre en compte les opinions d'autres parties prenantes dans les marchés financiers et les marchés des biens. Il faut rappeler que la réputation de l'entreprise reflète la perception globale des parties prenantes pour elle-même. Par conséquent, l'évaluation de sa performance globale dans les yeux des investisseurs semble correspondre à celle de sa réputation en se basant sur les informations que les parties prenantes donnent au public. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent utiliser l'approche de conventions pour évaluer la réputation de l'entreprise cible. Cette méthodologie sera présentée dans la section suivante.

1.5 Intelligence financière : La place de l'intelligence économique dans la finance

1.5.1 La définition de l'intelligence financière

En réalité, l'intelligence financière est un concept rarement mentionné dans les ouvrages et les études. Cependant, nous devons également reconnaître des contributions importantes de certains auteurs qui ont proposé ce concept. Moscato (2010) a considéré l'intelligence financière ou la veille financière comme une application de l'intelligence économique dans le secteur financier. Le concept d'intelligence financière se compose un ensemble d'approches à des fins diverses : des enquêtes liées au recouvrement de créances jusqu'au suivi de l'actualité financière et des cours des marchés en passant par l'analyse de comptes financiers. En outre, les professionnels offrent plus d'applications de l'intelligence financière que les auteurs universitaires ces vingt dernières années.

Actuellement, peu de recherches scientifiques en matière d'intelligence économique (IE) abordent profondément les analyses financières et les prévisions financières. Il s'agirait d'une lacune majeure car l'analyse financière dépend de l'accessibilité et de la qualité de l'information financière. L'effondrement de certaines institutions financières, des fonds d'investissement montrent les limites des outils d'analyse financière et de prévisions financières à l'heure actuelle. Il semble que ces outils ne reflètent pas exactement l'environnement réel auquel l'analyste est confronté. Ces lacunes proviennent généralement de l'asymétrie d'information entre les analystes et les parties prenantes, même pour les entreprises cotées en bourse. Il semble que les analystes ne font pas référence aux pensées de

ceux qui appliquent pratiquement l'intelligence économique pour avoir des solutions potentielles.

Cependant, Moscato (2010) a également remarqué des premières idées de l'application de l'IE dans le secteur financier. Berman, Knight & Case (2006) ont donné des réflexions spécifiques sur l'analyse financière, la validité de la méthodologie utilisée et ont reconnu des caractéristiques de l'entreprise privée. En ce qui concerne les caractéristiques de l'entreprise privée, Patrice Geoffron a souligné les difficultés dans l'application des outils d'évaluation financière pour les petites et moyennes entreprises (PME). Il faut rappeler que les nouvelles orientations donnent également des réflexions sur la gouvernance d'entreprise. Cela serait très significatif pour nous, mais reste encore rare dans la littérature.

En faisant une enquête auprès de 5000 chefs d'entreprise en France, Frank Bournois (2000) a montré la tendance de la démarche d'intelligence appliquée par les entreprises françaises : les entreprises mettent l'accent principalement sur la veille concurrentielle, la veille marketing et clientèle et la veille juridique et réglementaire. En outre, la veille financière, actionnariale et boursière est également appliquée fréquemment dans 36,4% des entreprises enquêtées.

Moscato montre également l'état de lieux de l'application de l'intelligence financière ou la veille financière dans ces entreprises :

- D'abord, il existe de nombreuses approches, des objectifs et objets différents mentionnés en matière de la veille financière ou de l'intelligence financière. Il serait très difficile d'indiquer la méthode utilisée réellement par ces entreprises.

- Deuxièmement, le développement de la technologie d'information et de communication peut aider les entreprises, particulièrement les utilisateurs de l'intelligence financière, à accéder facilement à des données financières et aux autres informations. Cela leur permet de systématiser les informations économiques et financières et les données financières des entreprises avec un coût moins élevé que l'approche d'intelligence financière sur le marché financier.

Il faut rappeler que le processus d'intelligence économique appliqué dans le secteur financier met plus l'accent plus sur les informations techniques, économiques, financières et concurrentielles. À ce point de vue, Moscato n'enregistre pas des informations relatives aux questions environnementales et sociales dans l'application de l'intelligence économique au secteur financier.

Dans le monde changeant d'aujourd'hui, la quantité d'information augmente constamment. Cela oblige l'analyste à choisir les informations pertinentes. Pour ce faire, tout d'abord, ils doivent s'appuyer sur les informations relatives à l'opération de l'entreprise cible (Prot & Lenoir, 1979). C'est une des principales idées que nous aborderons dans l'approche d'intelligence financière. En outre, les analystes s'intéressent également à des informations relatives aux tendances du développement de l'environnement dans lequel les entreprises opèrent. Dans la deuxième étape, il leur est nécessaire de déterminer les imprévisibles

auxquels l'entreprise cible doit faire face. Pour ce faire, les investisseurs doivent détecter les signaux faibles relatifs à l'entreprise cible en combinant toutes les informations ci-dessus. À partir de ces signaux faibles, l'analyste peut donner des hypothèses sur les situations auxquelles l'entreprise cible fera face. Afin de bien exploiter ces hypothèses, l'analyste doit être capable de classer ces signaux faibles dans un système des hypothèses prédéfini. Parallèlement, ils doivent continuer à recueillir plus d'informations pertinentes pour confirmer la tendance de certaines hypothèses. Ils ont aussi besoin de prédire les imprévisibles de l'entreprise cible en se basant sur chaque situation hypothétique. Enfin, l'analyste doit déterminer comment l'entreprise cible se développe en comparant le contexte hypothétique avec le développement de l'environnement de l'entreprise. Ce travail les aidera à préparer des arguments pour prendre de bonnes décisions d'investissement.

Dans ce contexte, l'analyste doit non seulement trouver des informations utiles mais aussi exploiter et utiliser ces informations et les agréger pour prendre de bonnes décisions dans le contexte du changement. Par conséquent, l'analyste doit se référer au cycle de renseignement proposé par François Jakobiak, une approche d'intelligence économique. Ce cycle les oblige à avoir des connaissances sur différents aspects pour évaluer l'entreprise exactement. Dans son livre « intelligence économique - Techniques & outils », François Jakobiak fournit aux analystes des connaissances et des techniques nécessaires utilisés dans le cycle de renseignement financier.

En fait, certains auteurs ont fait remarquer que le concept de l'intelligence financière comprend les quatre domaines suivants:

- D'abord, dans l'intelligence financière, les analystes devraient avoir une connaissance de base sur la mesure financière, y compris le compte de résultat, le bilan et l'état des flux de trésorerie. Ils doivent également être capables d'expliquer la différence entre les flux de trésorerie, le bénéfice et l'équilibre à la fin de l'exercice financier.
- Deuxièmement, les analystes devraient considérer la finance et la comptabilité comme une science selon laquelle ils doivent distinguer deux situations pour prendre de bonnes décisions. Dans certains cas, ils peuvent quantifier les choses qui ne peuvent pas être quantifiées. Dans d'autres cas, ils doivent se baser sur les règles, les estimations et les hypothèses.
- Troisièmement, les analystes devraient avoir la capacité d'analyse pour interpréter et analyser les prévisions financières. Ils doivent calculer les ratios de rentabilité, le levier, la liquidité et l'efficacité et expliquer ces résultats.
- Enfin, l'intelligence financière aide les analystes à comprendre mieux la situation dans laquelle l'entreprise se trouve. En fait, les analystes peuvent comprendre la situation financière de l'entreprise en question dans le cadre de tous les marchés (marchés financiers, marchés des produits et services). Dans ce contexte, l'utilisateur doit reconnaître les facteurs tels que l'intensité de la concurrence, la demande des clients, les réglementations sur

l'environnement, les changements technologiques qui peuvent avoir un impact sur son évaluation.

À partir de ces observations, nous croyons que « l'intelligence financière est une méthode qui rassemble et systématise plusieurs techniques différentes pour capturer des informations liées à l'environnement externe de l'entreprise ainsi que l'évaluation des parties prenantes sur les activités (valeur) de l'entreprise. Elle nous permet d'identifier des opportunités d'investissement, d'anticiper les menaces, de prévoir les risques potentiels et de préparer les évaluations sur les tendances de développement de l'entreprise dans l'avenir. L'intelligence financière se compose de trois parties. La première partie vise à sélectionner des informations utiles. Cette étape comprend l'identification des domaines à surveiller ou la demande en information de l'analyste, la recherche et le recueil des informations pertinentes, la validation des informations et la diffusion de ces informations sur une plateforme. La deuxième étape est la conception des hypothèses de scénarios possibles auxquelles l'entreprise se confronte. Cette étape consiste à identifier les signaux faibles en créant la relation entre les informations recueillies, à les trier, les organiser et à identifier les ruptures à partir des signaux faibles. Ce travail permet d'estimer des risques et des questions relatives qui ont l'impact sur la réputation de l'entreprise ainsi que sur d'autres actifs. La troisième étape est l'étape de décision. Cette étape permet de comparer les situations hypothétiques auxquelles l'entreprise peut faire face afin de préparer des décisions ou convaincre les décideurs. Ce travail consiste à recueillir toutes les situations hypothétiques qui peuvent se produire pour l'entreprise, de les confirmer et de prendre des décisions en se basant sur l'évaluation des risques de chaque situation selon leur priorité. L'intelligence financière permet une meilleure exploitation de l'information disponible concernant l'entreprise cible afin de mieux comprendre ses activités, son environnement et de donner des prévisions sur le développement de l'entreprise. L'intelligence financière ainsi que l'intelligence économique doivent être éthique, il faut éviter les activités d'espionnage et de trafic d'influence.

1.5.2 La place de l'intelligence financière dans le contexte actuel

Avant d'aborder la place de l'intelligence financière dans le contexte actuel, nous rappelons les limites auxquelles les investisseurs sont confrontés.

Moscato (2010) a donné deux types de limites fondamentales dans la relation entre l'intelligence économique et la finance. Cela nous montre les défis que les utilisateurs de l'intelligence financière devraient reconnaître :

- Actuellement, peu de gens combinent deux domaines : finance et intelligence économique. Cela résulte de l'orientation et de la spécialisation des sujets au cours du développement historique de l'intelligence économique.
- Les limites de cette relation trouvent également leur origine dans le développement de la théorie financière, qui limite les démarches d'intelligence. Il faut rappeler que la théorie financière est basée sur une théorie des marchés d'efficience. Dans le cadre théorique du

marché financier, la portée des démarches d'intelligence, qui est limitée par les gains espérés liés à ces démarches, semble être annulée par son coût.

Moscato a trouvé les facteurs qui expliquent les limites entre les deux domaines dans la recherche d'Andrew Lo. Ces travaux soulignent les différences culturelles et sociales entre la science économique et les autres sciences. Pour clarifier cette différence, Andrew Lo a mentionné le rôle de la psychologie dans les points suivants:

En fait, l'observation et l'expérimentation sont les règles pour construire une nouvelle conception en psychologie et dans certaines sciences. Pourtant, les économistes sont souvent encouragés à développer l'abstraction. Les modèles théoriques et l'expérimentation sont examinés par une analyse empirique.

Dans les modèles économiques rationnels, les objets sont souvent supposés avoir une forte uniformité des conceptions de comportements sous jacents. Ce besoin de consensus est connu comme un besoin professionnel de la finance, en particulier les gérants de portefeuilles qui mesurent souvent des performances d'une façon relative. En fait, les gérants de portefeuilles et les analystes donnent leurs évaluations en se basant non seulement sur la performance absolue mais aussi sur leur capacité à superformer des benchmarks établis. Par conséquent, l'hypothèse d'un consensus semble contraster avec de nombreuses théories comportementales en psychologie.

Sur les marchés financiers, les gérants de portefeuilles utilisent souvent les modèles économiques rationnels pour évaluer la performance d'une entreprise cible lors du processus d'investissement. Ces modèles ont été développés sur la base des règles théoriques d'établissement de la science économique et financière. Ces règles sont conçues pour répondre aux besoins de l'industrie financière. Alors, la théorie économique et financière essaie d'établir des « vérités » absolues abstraites. L'utilisation répandue de ce modèle économique a ignoré les facteurs psychologiques qui affectent la gestion des risques sur les marchés financiers. À ce point de vue, les gestionnaires et les analystes pensent que les facteurs psychologiques ne sont pas importants et n'ont pas une grande influence. De 1960 à 1970, plusieurs études ont montré que la déclaration ci-dessus n'est pas tout à fait exacte. Pourtant, les résultats de ces études sont souvent ignorés. Dans ce contexte, nous devons attendre l'émergence des bulles spéculatives qui conduisent à l'effondrement de certains fonds d'investissement. Cela oblige les gérants de portefeuilles et les analystes à remettre en cause une vision absolutiste des dynamiques de marché.

En outre, Andrew Lo a également souligné le manque de diversité dans la théorie économique et financière académique. En effet, les universités et les écoles de commerce présentent seulement les modèles et les outils liés à la théorie de l'utilité attendue et des attentes rationnelles des investisseurs : les modèles de prix en équilibre, CAPM, l'optimisation de portefeuille espérance mathématique – variance. Et peu de théories comportementales sont enseignées. Dans ce contexte, Moscato ne recommande pas l'ignorance de ces modèles et outils. En revanche, il a dit que les investisseurs et analystes utilisent ces modèles et outils

selon une logique d'enseignement et utilisent également certaines théories financière rationnelle. Par conséquent, en fonction du niveau heuristique, ils peuvent utiliser le CAPM pour obtenir une évaluation approximative acceptable. Moscato a rappelé l'idée de Damodaran dans l'utilisation du CAPM. Selon cette idée, les avantages de ce dernier sont intuitivement compréhensibles pour les investisseurs et les analystes et peuvent être vérifiés. Alors, ils peuvent utiliser les résultats de ce modèle pour comparer avec les autres analyses. Moscato a ainsi dit qu'« un enseignement de la finance ne se contente pas d'en exposer les formules et les applications traditionnelles mais qu'il peut intégrer une analyse de leurs limites et de leurs conséquences afin de mettre en perspective les résultats et prédictions obtenues ». Cela semble refléter exactement ce à quoi les investisseurs et les analystes doivent faire face dans le contexte actuel.

En réalité, cet enseignement consensuel des théories semble compatible avec les exigences de l'industrie financière. Cette tendance existe depuis plus d'un demi-siècle. Dans ce contexte, même si on a reconnu la contribution de la finance comportementale dans l'enseignement de la finance, cette expansion reste encore très limitée. Elle est seulement connue comme une source d'opportunités pour développer les théories et outils économiques et financiers.

Le lien entre l'intelligence économique et la finance est limité car ces deux secteurs ont évolué en parallèle sans interconnexion. Dans ce contexte, une question se pose : «Quelle est la position de l'intelligence économique dans le secteur financier ou quelle est la place de l'intelligence financière dans le contexte actuel ? ». Pour répondre à cette question, nous pouvons examiner les éléments suivants:

- Tout d'abord, les analystes doivent reconnaître le rôle de la production d'information utile dans les activités financières. Cela a été confirmé par la Commission américaine de contrôle des activités financières ou SEC (Security Exchange Commission) : « la recherche est la fondation de l'industrie de la gestion de fonds ». En exploitant la base de données dynamique, les analystes ont des informations utiles leur permettant de concevoir des outils d'analyse sur les marchés financiers. Cependant, la complexité de l'environnement financier implique des relations beaucoup moins simples que celles suggérées par les théories classiques rationnelles. En réalité, l'efficacité du marché est souvent imparfaite. Par conséquent, il existe toujours une asymétrie de l'information sur le marché. Le degré d'asymétrie dépend de la liquidité du marché. En outre, les analystes doivent reconnaître la symétrie de l'information dans le secteur privé. En fait, l'intelligence financière est reconnue comme une méthodologie pour réduire l'asymétrie d'information entre les analystes et les autres parties prenantes de l'entreprise cible. Cette application de l'intelligence financière est plus remarquable que sur le marché financier. Alors, les analystes et les investisseurs peuvent évaluer non seulement la tendance de développement de l'environnement d'entreprise, mais aussi le développement de l'entreprise grâce à l'information collectée. Cela les aide à préparer de bonnes décisions d'investissement.

En fait, les investisseurs ont toujours des opportunités d'exploiter le bénéfice sur le marché financier. Cependant, certains investisseurs peuvent les rater. C'est le gaspillage des fonds

pour la recherche et pour le processus d'analyse de marché. En conséquence, certains participants principaux perdent leur confiance en performance des fonds d'investissement. Et ils peuvent retirer leur capital du fonds d'investissement. Une perturbation majeure peut avoir lieu sur le marché. Dans ce contexte, l'intelligence financière permet aux analystes et aux investisseurs de rechercher et d'exploiter des informations utiles pour appliquer une stratégie rationnelle et exploiter efficacement les opportunités d'investissement. Elle permet également de systématiser et d'optimiser le processus d'analyse avec la participation de différents sujets économiques (les parties prenantes de l'entreprise cible, les analystes financiers et les collaborateurs des investisseurs). À partir de ces observations, les investisseurs, en particulier les investisseurs institutionnels peuvent appliquer l'intelligence financière et l'utiliser comme une stratégie de développement dans le contexte actuel.

La dynamique de l'économie et du marché financier n'est pas stable. L'analyse et la surveillance stables des facteurs principaux assurent la survie et la prospérité de l'entreprise et des investisseurs. Il est nécessaire d'associer le développement économique, le développement des besoins et des intérêts des investisseurs et de l'entreprise et l'émergence des concepts et outils financiers pour analyser la dynamique de l'économie, le processus dans le passé et la tendance dans l'avenir.

Enfin, les analystes et les investisseurs doivent reconnaître également la dynamique de l'économie et du marché financier dans le contexte de changement. En effet, sous l'impact de la mondialisation et la connexion des économies, les acteurs économiques, en particulier les investisseurs, doivent faire face à de nombreux nouveaux objets avec une concurrence plus forte. Cette concurrence tend à s'exercer en amont dans le processus d'innovation, y compris la période d'étude. En outre, le développement de la science de l'information et de la communication et l'apparition des entreprises d'information, surtout les sociétés de notation de crédit, a fait augmenter le volume d'information à un rythme plus rapide. Cela rend les marchés financiers et les marchés des biens et services plus dynamiques mais plus imprévisibles. Dans ce contexte, les analystes et les investisseurs ne peuvent pas imposer une analyse ou appliquer un facteur important pour la survie et la croissance de l'entreprise des investisseurs. Cela explique pourquoi ils ne peuvent pas appliquer les outils d'analyse financière établis selon la théorie de l'efficacité financière et l'apparition de nouveaux outils d'investissement.

2 Gestion de l'imprévisible ... et les statistiques zipfiennes

2.1 Pensées de la gestion de risque

2.1.1 Des erreurs dans les prévisions financières

- **L'origine des erreurs dans les prévisions financières (l'erreur de restreindre l'étendu des raisons pour lesquelles nous ne pouvons pas savoir ce qui se passe)**

A, L'erreur dans les prévisions de la probabilité. (L'arrogance intellectuelle et l'ignorance à propos de son avenir).

Sur les marchés boursiers, les investisseurs sont toujours à la recherche des moyens de faire des prévisions concernant la valeur des titres de l'entreprise qui les intéressent. Cependant, il est difficile de faire une évaluation précise de la valeur réelle des titres. Comme mentionné au chapitre I de la thèse, les évaluations de ces investisseurs ont un fort impact sur les cours boursiers. Cela rend les cours boursiers plus d'écart que leur valeur fondamentale. En fait, la raison pour laquelle les investisseurs font face à ce phénomène est souvent enracinée dans le phénomène psychologique.

Les investisseurs sont trop arrogants sur ce qu'ils pensent savoir eux-mêmes. Bien sûr, les investisseurs savent beaucoup, mais penser tout savoir peut attirer des ennuis. Taleb a montré comment vérifier et mesurer cette arrogance intellectuelle dans l'évaluation de la valeur des titres de l'entreprise.

Ici, Taleb a proposé la méthode d'essai de l'arrogance intellectuelle des investisseurs en estimant l'appréciation de leurs connaissances sans chercher la remise en cause. En fait, le cours boursier d'une société dans l'avenir est quelque chose qui ne semble pas être prédéterminé, avec des jeux de hasard, de la surprise et il a fallu un certain temps pour que les investisseurs puissent l'accepter. Il a également posé la question "comment les gens peuvent prévoir **la possibilité** de prendre des décisions en cas d'incertitude ?". Cependant, la construction de la théorie de décision est basée sur la théorie des probabilités et la statistique qui sont principalement enseignées dans des universités. Cela amène les investisseurs à continuer à donner des possibilités.

Dans le marché boursier en pleine de mutation, les rares événements considérés comme faible possibilité semblent avoir la même proportion que ceux à grande possibilité.

Il faut connaître l'autosatisfaction des investisseurs qui semblent sous-estimer les autres incertitudes.

- L'arrogance intellectuelle a un double effet: nous surestimons ce que nous savons et sous-estimons l'incertitude, en supprimant la chaîne d'incertitude qui peut se produire (c'est à dire réduire l'espace de l'inconnu).

- En raison de la nature de l'homme, les investisseurs ont tendance à sous-estimer les éléments exogènes ou des facteurs Cygne Noir. Par conséquent, les investisseurs ont tendance à ne penser qu'à un phénomène rare qui n'arrive qu'une fois tous les dix ans, et savent ce qui se passe dans leur processus de prise de décision d'investissement. Il est un peu difficile pour les investisseurs de reconnaître les erreurs dans cette évaluation. Ces erreurs peuvent se produire dans deux directions différentes. Dans certains cas, les investisseurs surestiment la circonstance inhabituelle ou une anomalie spécifique (telle que les nouvelles à sensation sont apparues dans leur tête). En effet, ces informations ont de forts impacts sur la psychologie des investisseurs. Cela explique pourquoi les investisseurs font souvent des erreurs dans le calcul

de la probabilité de ces événements. À partir de ces observations, nous pouvons voir que les événements anormaux associés à des éléments extérieurs ou des événements de Cygne Noir sont susceptibles d'être affectés par les calculs.

Plus la différence entre l'évaluation du cours boursier et sa valeur réelle est grande, plus ces fausses évaluations sont aggravées. Plus cette différence est grande, plus l'arrogance intellectuelle des investisseurs est importante.

+ L'ignorance de l'avenir

1. Relation entre la prévision et l'anticipation sur les marchés financiers et leur impact sur la psychologie des investisseurs dans leur décision d'investissement.

Dans le processus de prise de décisions d'investissement, les investisseurs tentent généralement de faire des hypothèses sur la probabilité associée au phénomène. Ces symptômes affectent souvent le cours boursier sur les marchés financiers. De ce raisonnement, ils peuvent calculer la rentabilité et la capacité de risque lors de l'investissement dans une entreprise. En fait, ces probabilités sont basées sur la confiance, l'expérience et la connaissance des investisseurs.

Cependant, il semble qu'il n'y ait pas de différence claire entre la prévision d'une variable non aléatoire lorsque les investisseurs n'ont pas suffisamment d'informations (par exemple, prévenir le nombre de produits de l'entreprise cible qui seront vendus au marché des biens) et l'anticipation d'une variable aléatoire (par exemple, le cours boursier de cette entreprise sur le marché financier dans un an plus tard). En ce sens, la prévision (que les investisseurs ignorent mais que d'autres connaissent) et l'anticipation (qui n'a pas encore lieu) est la même action.

Selon Taleb, pour l'appréciation de la relation future entre la prévision et l'anticipation, les investisseurs devraient se concentrer sur un certain nombre d'événements moins complexes, mais peuvent avoir des implications importantes pour les autres intervenants sur le marché financier. Dans ce contexte, les investisseurs semblent se déplacer dans une zone de danger, car ils font face aux barrières psychologiques ci-dessus. En outre, les investisseurs qui font souvent des anticipations sont plus fréquemment affectés par ces barrières psychologiques que ceux qui ne font pas d'anticipations.

- **La qualité de l'anticipation inexacte et l'origine associée à cet échec.**

a. La qualité de l'anticipation inexacte

En fait, **la qualité des prévisions des investisseurs semble être inexacte**. Grâce aux données des transactions dans le passé et leur performance en anticipation, les investisseurs peuvent évaluer les erreurs dans leur anticipation.

Sur les marchés financiers, les investisseurs peuvent recueillir beaucoup de différentes sources d'informations relatives aux anticipations économiques et financières prévues des

économistes. En théorie, ces sources informationnelles permettront aux investisseurs de former leurs anticipations de rentabilité, des risques liés aux entreprises cibles. Cependant, la vérification de l'exactitude des sources de données ci-dessus est une préoccupation majeure des investisseurs, en particulier des gérants de portefeuilles quand ils sont confrontés à de plus en plus de sources de données enrichies et la capacité limitée des ordinateurs. En effet, ils ne peuvent pas utiliser l'ordinateur pour traiter des paroles de commentaire, des pronostics oraux, qui ne sont pas faciles à traiter. En outre, les investisseurs sont également confrontés à des erreurs dans les anticipations d'autres économistes, quand ils s'appuient sur ces informations pour prendre leurs décisions d'investissement. Selon Taleb, l'erreur des économistes résulte des anticipations qui sont liées à plusieurs variables. Depuis lors, les investisseurs créent une base de données pour les anticipations des économistes et des variables. Cela permet aux investisseurs d'évaluer la capacité professionnelle et la qualité des évaluations des économistes. Cependant, en réalité, cette évaluation ne semble pas être importante car il n'y a aucune différence dans la qualité des anticipations des économistes. Même en incluant des économistes considérés experts financiers, nous reconnaissons aussi que l'exactitude de leurs anticipations ne se distingue pas de celle des autres.

En fait, ces économistes continuent sans cesse à faire leurs anticipations. Dans ce contexte, les investisseurs ont tendance à continuer à acheter les rapports relatifs à ces anticipations. Ils peuvent être attirés par les évaluations, les anticipations de ces économistes. Ainsi, ils semblent oublier de vérifier les erreurs des anticipations de ces derniers.

b. L'origine associée à cet échec

Le problème de l'anticipation reste un peu plus délicat, ce qui s'explique principalement par le fait que nous vivons dans l'Extremistan (contexte extrême), pas Mediocristan (contexte normal). Nos prévisionnistes ne soient capables que de bien faire des prévisions dans le contexte normal, mais pas dans celui inhabituel ou extrême et c'est là où ils échouent. Ici, l'enseignement que les investisseurs peuvent tirer est qu'il ne faut pas se concentrer à considérer l'ampleur des erreurs cumulées des anticipations au lieu de les faire.

Il faut rappeler que ces erreurs cumulées dépendent de grosses surprises, des occasions. Les investisseurs doivent noter que les prévisionnistes financiers, économiques et politiques non seulement négligent ces facteurs mais aussi sont très timides quand ils parlent de ces choses étranges à leurs clients. Dès lors, les événements sont devenus presque toujours étranges.

En outre, les prévisionnistes ont tendance à s'imiter les uns les autres parce que personne ne veut être différent dans les yeux des autres. Par conséquent, leur échec est presque identique. Cela explique pourquoi si peu de documentation dans le domaine de l'analyse financière, scientifique, politiques et économique ont été testés pour leur qualité de l'anticipation. Parallèlement, les investisseurs continuent à s'en référer pour faire leur évaluation à l'entreprise cible.

Grâce aux méthodes empiriques pour observer les données, certaines études ont fait l'évaluation de la qualité des anticipations des analystes financiers. Les résultats montrent que les analystes boursiers n'ont fait aucune anticipation. En fait, ils n'ont fait qu'utiliser les données d'une période dans le passé dans le but de fournir des indicateurs pour la prochaine étape. Selon ce raisonnement, on considère que cette méthode n'aura pas un impact significatif sur la qualité des anticipations. En fait, les analystes (les investisseurs) peuvent recueillir des informations supplémentaires relatives aux commandes de l'entreprise, ses prochains contrats, et son coût estimatif. En théorie, cela leur permet de mieux travailler que les autres prévisionnistes qui ne synthétisent que les données du passé sans prendre en compte d'autres informations. Cependant, l'incertitude de ces analystes est beaucoup plus grande que la différence moyenne entre les anticipations isolées. Cela souligne la mentalité de «troupeau» dans la communauté des investisseurs ici. Généralement, les anticipations devraient être différentes par rapport à l'écart de leurs chiffres anticipés. Bien que la qualité des anticipations ne soit pas garantie, nous voyons encore que les prévisionnistes les font et l'assument. Pour expliquer ce phénomène, Tetlock pense que les analystes boursiers, les experts économiques semblent avoir une séquence logique d'incapacité à faire des anticipations, principalement sous la forme de la défense de la confiance ou du maintien de son haut opinion de soi pour leurs anticipations. Il a aussi fait des études plus approfondies sur ce mécanisme de raisonnement. En conséquence, l'objet de sa recherche (les économistes, les analystes financiers) fournit des explications seulement basées sur les données du passé.

Dans le livre "Le Cygne Noir - La Puissance de l'imprévisible", Nicolas Taleb a également souligné la vision aveuglée (blind spot) pour les anticipations des analystes financiers et des experts économiques:

Selon Taleb, les analystes financiers, les experts économiques peuvent bien connaître la structure d'une société cible. Cependant, sous l'influence de l'asymétrie d'information, ils ne peuvent pas également connaître les facteurs clés qui affaiblissent l'entreprise que seuls ses managers qui comprennent bien. Cela explique pourquoi les économistes, les analystes financiers ne peuvent pas anticiper l'effondrement ou le fort développement de l'entreprise en avenir.

En outre, les analystes financiers et les économistes aussi font face aux phénomènes étant en dehors de leur système de raisonnement, ainsi qu'en dehors de leur domaine. Selon Taleb, ces phénomènes sont imprévisibles parce qu'ils sont des éléments exogènes. Ces événements ont une très faible probabilité mais ils laissent souvent d'énormes conséquences. Ils ne se reproduisent pas fréquemment. Dans le processus de faire des anticipations, les analystes financiers et les économistes mettent souvent le résultat de l'anticipation d'un analyste économique en rapport avec un scénario disponible. Cette méthode leur permet d'expliquer l'échec de l'application de modèles mathématiques dans le secteur social en général et le secteur financier en particulier. Selon Taleb, cette méthode est encore correcte, elle fonctionne toujours efficacement. Cependant, les investisseurs doivent être prudents dans les cas, où il y a des éléments exogènes ou des éléments Cygne Noir.

Après avoir fait leurs anticipations, les analystes financiers, les économistes pourraient les réévaluer en comparant avec la valeur et le cadre de l'information. Ils pourraient mesurer la qualité de leur analyse. Dans ce contexte, ils développent toujours leur auto-satisfaction sur la justesse de leurs anticipations. Dans certains cas, ils font des anticipations correctes en pensant que c'est grâce à leur expertise et leur propre compréhension profonde. Au contraire, quand ils anticipent mal, ils accusent des circonstances inhabituelles, ou ils ne reconnaissent pas leur tort. Ici, les analystes financiers ont du mal à accepter leur faible connaissance. C'est une caractéristique naturelle de l'humain: il y a une partie de nous qui protège notre estime de soi. Ainsi, les investisseurs peuvent comprendre qu'ils ont une asymétrie dans la perception des événements aléatoires. Ils croient que le succès est dû à leur compétence et l'échec est dû à des facteurs externes, hors de leur contrôle, plus concrètement au caractère aléatoire. Leur point faible ici est un biais cognitif (selon Nicolas Taleb) cela signifie leur inconscience sur leur vision aveuglée.

Par ailleurs, Tetlock pense que les analystes financiers et les économistes développent souvent deux types d'anticipations différents sur les marchés financiers. Basé sur la distinction de l'essayiste Isaiah Berlin, il a appelé deux types d'anticipations "l'hérisson" et "le renard". Dans certains cas, certains analystes boursiers, les économistes ne voient qu'un seul événement de Cygne Noir - un grand événement, peu vraisemblable. Ce raisonnement les conduit souvent à des défaillances dans l'anticipation. Ici, le hérisson est utilisé pour se référer à ceux qui prêtent attention à un événement incertain. Ils tombent en association de sophisme qui les fait devenir aveugles à croire en un résultat et ne peuvent pas imaginer beaucoup d'autres choses. Ce raisonnement est très facile à comprendre pour nous parce que le contenu de ce phénomène est moindre et plus facile à retenir. En fait, les prévisionnistes renommés s'exposent à ces phénomènes plus qu'il le faut. Ce qui donne moins aux gens la capacité d'anticiper. Cela veut dire qu'ils ignorent facilement le phénomène Cygne Noir et n'ont aucun désir de le trouver. Les prévisionnistes cherchent toujours à savoir quand cet événement se produit. Cependant, ces événements sont souvent très difficiles à anticiper avant leurs apparitions. A partir de cela, les prévisionnistes ont du mal à donner leurs anticipations.

En fait, les prévisionnistes ont également développé des méthodes complexes pour faire des anticipations. Cependant, la qualité des anticipations basées sur ces méthodes semble ne pas être plus précise. La qualité de ces méthodes complexes n'est pas meilleure que celle procurée par des anticipations se basant sur des données réelles et des éléments extérieurs.

Il faut se rappeler que les analystes financiers s'intéressent aussi à la vision, aux objectifs de développement de l'entreprise cible dans le processus d'investissement. Par conséquent, ils considèrent également les données pertinentes. Cependant, les analystes financiers et les économistes sont confrontés à un biais systématique dans ces données qui sont générées par les planificateurs du projet. L'erreur provient d'une combinaison de la nature humaine, de la complexité du monde, ou de la structure des organisations. Dans ce contexte, il est facile pour les chefs de projets d'ignorer l'incertitude qui se trouve en dehors de leur plan ou à l'extérieur de leur stéréotype de pensée. En fait, les investisseurs peuvent voir que ces éléments de surprise sont presque toujours des effets dans une manière spéciale au plan des chefs de

projets: des coûts plus élevés et les délais d'achèvement plus long. Dans certains cas extrêmement rares, les projets peuvent être développés et achevés avant de leurs délais prévus.

En outre, les chefs de projets sont également affectés par un état psychologique d'ancrage. Ce phénomène a été testé par Kahneman et Tversky. Pour réduire leur propre préoccupation à propos de l'incertitude liée au projet, les chefs de projets créent souvent une figure qu'ils considèrent comme un point unique de référence pour faire des anticipations, tel que le chiffre d'affaires de l'entreprise. Cela augmente les erreurs de calcul dans leurs anticipations. Depuis lors, les investisseurs rencontrent certaines difficultés s'ils s'appuient sur ces anticipations pour prendre leurs décisions d'investissement.

Selon Taleb, les affaires de l'entreprise se composent fréquemment des variables scalables. En d'autres termes, ces variables sont souvent issus du monde Extremistan. Les effets des variables conduisent souvent les investisseurs à faire face à l'écart-type de plus en plus élevé dans les anticipations tandis qu'il est souvent facile d'anticiper les effets aléatoires dans le monde Mediocristan car ils suivent la loi Normale ou la loi de cloche. En fait, les gestionnaires, les prévisionnistes n'évaluent que rarement les variables dans l'environnement Mediocristan et semblent oublier les éléments aléatoires principalement issus du monde Extremistan.

Le caractère aléatoire a des attributs très importants pour le processus de prise de décision d'investisseurs ainsi que des chefs de projets et des propriétaires d'entreprise. Cependant, ces attributs sont difficilement reconnus intuitivement parce qu'ils ne comprennent pas souvent la logique du grand écart-type.

Dans le processus d'investissement, les investisseurs peuvent se référer aux données produites par des organisations et des organismes gouvernementaux dans leurs anticipations. Cependant, il n'est pas certain que cette source de données soit exacte car ces derniers n'ont pas rattaché le taux d'erreur susceptible de se produire dans leurs scénarios.

Si les prévisionnistes ne prennent pas en compte la combinaison du taux d'erreur, l'anticipation révélera trois erreurs. Selon Taleb, tous ces sophismes se posent à partir d'une conception erronée de la nature de l'incertitude.

La première erreur est née des problèmes de la variabilité. En fait, les prévisionnistes sont souvent trop sérieux dans l'examen des anticipations mais ne font pas attention à leur précision. Cela provoque des erreurs dans leur évaluation. Cependant, à des fins de planification, l'exactitude des anticipations des investisseurs est beaucoup plus importante que ces anticipations elles-mêmes. C'est complètement significatif pour les investisseurs lorsqu'ils examinent des données de planification liées aux activités de l'entreprise cible. Puisque ces informations ont généralement une forte influence sur la psychologie de la communauté des investisseurs. Depuis lors, le cours boursier de la société cible est aussi également affecté.

Selon Taleb, il faut que les investisseurs s'appuient plus sur la chaîne des résultats probables que sur le dernier chiffre lorsqu'ils prennent de décisions d'investissement.

Pour la deuxième erreur, les investisseurs ne prennent pas souvent en compte la dégradation d'anticipations quand leur durée est prolongée. En fait, ils ne reconnaissent pas pleinement la différence entre l'avenir proche et l'avenir lointain. Cependant, au fil du temps, cette dégradation sera visible à travers des examens introspectifs. Par exemple, les anticipations ont été réalisées en 2000 par un manager pour les perspectives de développement de l'entreprise en 10 ans (2010). Grâce aux évaluations et aux rapports en 2011, les investisseurs pouvaient connaître la qualité de ces anticipations. Généralement, ces anticipations font souvent des erreurs parce qu'il ya beaucoup d'événements inattendus en dehors des anticipations de ce manager.

La troisième erreur être considérée comme la partie la plus importante pour des investisseurs parce qu'il est très facile de mal comprendre la caractéristique aléatoire des variables étant anticipées. Grâce au facteur Cygne Noir, ces variables peuvent apporter des perspectives beaucoup plus optimistes - ou beaucoup plus pessimistes - par rapport à ce qui est attendu. En fait, les investisseurs ne font pas généralement d'erreurs dans Mediocristan mais dans Extremistan parce qu'ils ne voient pas les conséquences des événements rares.

Dans l'environnement économique d'aujourd'hui, même si les investisseurs peuvent convenir d'une certaine anticipation sur l'entreprise cible, ils devraient s'inquiéter de la probabilité de ses écarts significatifs. Ces écarts peuvent les conduire à faire face à l'incertitude (risques et opportunités). Ces incertitudes peuvent les faire réussir ou échouer. Par conséquent, les investisseurs devraient évaluer le niveau d'impact de ces incertitudes si elles se produisent.

En fait, les investisseurs ou les prévisionnistes ne sont pas souvent capables d'anticiper des choses qui se produiront dans l'avenir lointain. Cependant, certaines prévisionnistes sont encore à essayer de faire des anticipations sur l'avenir mais ils ne garantissent pas leur qualité. Il faut rappeler que ces anticipations font tout simplement partie de leur travail. Dans la plupart des cas, ces anticipations conduisent les investisseurs à faire face aux incertitudes dans le processus d'investissement. Par conséquent, ils doivent activement choisir s'ils suivent ces anticipations ou non dans le processus d'investissement.

Dans le cadre du développement des Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication (NTIC) et l'impact de la mondialisation, les investisseurs sont confrontés à la croissance sans cesse de la quantité des informations. Cependant, comme nous avons mentionné ci-dessus, leur qualité n'est pas souvent garantie. Le traitement d'informations en grande quantité peut amener les investisseurs à prendre des décisions inexactes.

À partir des observations ci-dessus, les limites inhérentes d'anticipations découlent de la nature de l'information, mais à peine liées à la nature humaine. Ces idées semblent prendre du sens pour les investisseurs dans leur processus d'investissement, en particulier dans le contexte de l'économie de mutation.

B, La définition selon le Platonisme sur les catégories ou comment les gens se trompés par des opérations simplifiées, surtout quand ils ont des diplômes universitaires dans une disciplines non-professionnels

Sur les marchés financiers, certains investisseurs se considèrent eux-mêmes fréquemment comme des experts financiers car ils disposent déjà de certaines qualifications. Toutefois, l'effondrement des fonds d'investissement au cours des dernières années a montré l'erreur des gérants de portefeuilles dans leur processus de la gestion de risques. Comme nous les avons mentionnées ci-dessus, ces erreurs décrivent généralement l'arrogance intellectuelle des investisseurs, en particulier des gérants de portefeuilles. En fait, on peut se demander « comment l'apprentissage, l'éducation et l'expérience peuvent affecter l'arrogance intellectuelle? ».Taleb a donné une réponse très inattendue. Il a dit que cet effet dépendait de la carrière de chaque personne.

Il a effectué un examen des avantages pour ceux qui sont considérées comme les intellectuels et le reste lors de l'évaluation de leur capacité d'anticipation dans une petite plage.

Les résultats de ces examens ont montré que « toute connaissance supplémentaire des détails de l'activité quotidienne peut être inutile, voire noctive ». C'est une déclaration qui peut se vérifier indirectement mais très efficacement. Alors, quand une personne reçoit beaucoup d'informations, elle formulera plus d'hypothèses, et sera plus déviée. Elle a plus de bruits aléatoires mais elle pense que ce sont de vraies informations.

Ici, les investisseurs ont souvent du mal à penser. Quand ils ont fait des hypothèses, il sera difficile de changer leur esprit. Lorsque le développement des idées est basé sur des preuves non concluantes, vous aurez des difficultés à expliquer les informations produites par la suite si elles sont en conflit avec vos opinions, même si vous reconnaissez que ces nouvelles sont plus exactes. Il ya deux mécanismes qui se passent ici: le biais de confirmation - l'erreur qu'on fait quand on se concentre seulement à trouver des preuves pour appuyer une telle proposition et qu'on la considère comme vraie et la croyance persévérance – la tendance à ne pas changer d'avis émis. Rappelez-vous qu'on considère souvent les idées comme des biens, et il sera difficile de changer.

En outre, Taleb a également parlé du test de Stuart Oskamp pour vérifier l'avantage des personnes considérées comme les intellectuels et d'autres lors de l'évaluation de leur capacité d'anticipation. Dans cette expérience, Stuart Oskamp (1965) a fait des tests en fournissant tour à tour leurs dossiers aux psychologues cliniques. Dans chaque dossier, ces psychologues ont reçu une quantité croissante d'informations sur les patients. Cependant, leur capacité de diagnostic n'a été pas améliorée avec ces informations supplémentaires. Ils ne sont devenus plus confiants qu'avec le diagnostic initial. Les résultats de cette expérience ont indiqué que les investisseurs pouvaient seulement être plus confiants dans leur diagnostic sur l'entreprise cible ainsi que sur son environnement, mais leur capacité de diagnostic n'a pas été augmentée lors de la réception d'informations supplémentaires.

Les résultats des tests du psychologue Paul Slovic ont montré une conclusion intéressante concernant la capacité d'anticipation des bookmarkers, les considérées intellectuelles pour le résultat des concours. Dans ce test, il a demandé aux bookmarkers de sélectionner les variables parmi les 88 de la dernière course de chevaux qu'ils jugeaient utiles pour calculer les probabilités. Les bookmarkers pouvaient trouver toutes ces variables sous forme des informations statistiques sur les succès du passé. Pour faire des anticipations sur le résultat des courses, l'organisateur a reçu dix variables les plus utiles. Cependant, les bookmarkers ne pouvaient pas augmenter l'exactitude de leurs prévisions en exploitant des informations supplémentaires. En revanche, cela a fait augmenter significativement la confiance dans leur choix. A partir des résultats de ce test, Taleb a aussi tiré une leçon qui était applicable à diverses industries. Il pense que « l'apport d'information se révélait donc nocif. J'ai passé une bonne partie de mon existence à combattre la croyance du quidam moyen selon laquelle « plus, c'est mieux »- c'est parfois vrai, pas toujours »

A partir de ces observations, la méthode de prévision des bookmarkers ou la méthode de diagnostic des psychologues semblent ressembler à celle de prévision et de diagnostic des investisseurs lorsqu'ils évaluent une entreprise cible dans le contexte économique actuel. Par conséquent, il faut que les investisseurs considèrent parfois des informations supplémentaires comme inutiles dans leurs décisions d'investissement. En d'autres termes, en cas où il y a de nombreuses informations différentes, ils doivent être prudents lors de leur prise de décisions d'investissement. Ils ne prennent toujours pas de bonnes décisions en se basant sur plusieurs sources d'informations. Parfois, plus ils reçoivent d'informations plus leur décision sera inexacte

Il faut noter que dans la plupart des cas, les investisseurs, en particulier les gérants de portefeuilles, se considèrent eux-mêmes comme des experts dans le domaine de la finance. Toutefois, la performance de prévision de ces experts financiers n'est pas beaucoup plus élevée que celle des autres (les étudiants financiers). Pour clarifier le phénomène d'erreurs dans des prévisions qui sont réalisées en se basant sur le processus de décision d'un expert en général, et d'un expert financier en particulier, Taleb a également vérifié le caractère toxique de connaissances pour les décisions des personnes qui sont considérées comme les experts. Dans le même temps, il a trouvé la différence de la nature de certaines professions lors de la comparaison des capacités des experts. En réalité, Taleb a rendu compte qu'il y a certaines professions où les individus peuvent également avoir plus de connaissance que les experts. Depuis, il les a séparés en deux cas lors de l'examen des professions concernées. Les cas bénins: l'arrogance plus quelques possibilités et les cas graves: l'arrogance plus l'incompétence.

Cependant, le propos d'experts : **Qu'est-ce c'est l'expert?**

Donc la question est à nous de nous poser pour identifier **quels secteurs où il y a des experts et quels secteurs où il n'y en a pas?**

Le domaine financier est considéré comme n'ayant pas d'experts. En fait, les caractéristiques de l'environnement financier est toujours en mouvement et nécessite des connaissances. Ainsi, il n'y a pas d'experts dans les professions liées à la finance. Par conséquent, les investisseurs, en particulier les gérants de portefeuilles d'investissement, ne peuvent pas se considérer comme des experts financiers.

Selon Taleb, les branches contenant des choses en mouvement ont la tendance « Cygne Noir ». Les experts qui ont une vision étroite devraient "prendre le tunnel". Dans les situations où la circulation à l'intérieur du tunnel est maintenue - parce que le Cygne Noir n'est pas le résultat d'une séquence logique - les experts travailleront efficacement.

Les gérants de portefeuilles se bercent d'illusions aussi lorsqu'ils se considèrent comme des experts. Cependant, ils ne le reconnaissent pas. Cela les conduit à ne pas reconnaître leur méconnaissance dans le monde en mouvement. De là, ils deviennent trop confiants dans leurs connaissances et ignorent d'autres éléments exotiques. En conséquence, les investisseurs peuvent se trouver face à des phénomènes extrêmes, qui les conduisent à la perte ou au profit élevé. Toutefois, les investisseurs se sentent toujours heureux, même s'ils sont confrontés à la procédure dans laquelle il existe parallèlement le manque de connaissances et l'illusion sur la qualité de leurs connaissances.

C, Les moteurs d'inférence contenant plein de défauts, surtout ceux qui ne se composent pas d'éléments du Cygne Noir venant de Mediocristan.

Les gérants de portefeuilles cherchent toujours à recevoir des notifications relatives à l'opération, la vision de l'entreprise dans les nombreuses années à venir. Cependant, les résultats anticipés sont souvent inexacts, car des phénomènes exotiques (Cygne noir) affectent souvent et déforment complètement ces anticipations. Ils utilisent souvent les moteurs d'inférence qui ont été développés dans le monde Mediocristan pour faire leurs anticipations. Cependant, nous sommes progressivement passés au monde Extremistan où les investisseurs devront plus fréquemment faire face aux événements insolites avec peu de chance d'apparaître mais laissant de graves conséquences.

En fait, les inventions technologiques les plus importantes semblent être impossibles à anticiper, au-delà de l'imagination humaine.

Comme les découvertes classiques, les investisseurs découvrent souvent ce qu'ils savent déjà, mais ils arrivent encore à découvrir de nouveaux par hasard. Ces découvertes nécessitent souvent beaucoup de temps pour comprendre plus clairement les liens entre eux et leur sens (les phénomènes : "Signaux Faibles"). Ici, les éléments aléatoires apparaissent souvent dans le monde des affaires en général et en particulier le monde financier.

En plus des échecs lamentables des investisseurs causés par les événements qui ne peuvent pas être anticipés dans le processus d'anticipations, les changements élevés se produisent également plus lentement que l'espérance des investisseurs (les erreurs du moteur d'anticipations Platon). Cela affecte la psychologie des investisseurs. Ils peuvent facilement

être pessimistes ou trop optimistes par ce phénomène. Depuis lors, les investisseurs peuvent juger trop élevés ou trop bas les événements liés aux opérations de l'entreprise « cible ». Cela affecte le cours boursier.

A partir de ces observations, il faut que les investisseurs évaluent l'entreprise en ne se basant pas sur les moteurs qui sont créés dans le but d'évaluer ou supporter des théories mais le contraire.

Méthode d'anticipations de vos anticipations (Façon de l'association des idées dans l'anticipation)

Lorsqu'on se réfère à la méthode d'anticipations, Popper a souligné les limites des anticipations basées sur des événements historiques. Il a également mentionné la nécessité de déclasser les secteurs mous comme l'historique, la science sociale à un niveau supérieur seulement à l'esthétique et les loisirs. Ce que nous appelons la science historique molle ici est l'étude de par l'association d'idées. Cette méthode ne permet pas aux investisseurs de fonder de bonnes décisions d'investissement dans le contexte du changement aujourd'hui.

Selon Popper, pour anticiper des événements historiques, les prévisionnistes ou les gérants de portefeuilles doivent anticiper les améliorations technologiques. Il vous faut rappeler que ces phénomènes eux-mêmes ne peuvent pas être anticipés.

Pour expliquer les raisons des limites en anticipation de l'avenir, Taleb a utilisé la règle de l'espérance répétitive pour exprimer l'attribut de connaissances: Si je pense que je vais penser à quelque chose à un moment donné à l'avenir, cela veut dire que j'y pense au présent.

Il a souligné l'existence d'une forme plus faible de cette règle de connaissances répétitives qui peut être interprétée comme suit: pour comprendre l'avenir à un niveau auquel nous pourrions l'anticiper, il nous faut fusionner plusieurs éléments de cet avenir. Il faut rappeler que si nous connaissions la découverte que nous atteindrons dans l'avenir, alors nous pourrions presque la créer. Parce que c'est cette connaissance qui nous permettra de commencer à développer instantanément une technologie. Toutefois, cela semble être impossible pour nous. Par conséquent, nous ne connaissons pas ce que nous connaissons.

Cependant, nous nous trompons souvent lorsque nous faisons des anticipations. En fait, les investisseurs cherchent et font toujours des anticipations pour prendre des décisions d'investissement. Pourquoi les investisseurs le font encore? La réponse réside dans la nature de l'homme. Nous pouvons voir les défauts des autres, mais ne pas les nôtres par nous-mêmes.

Le problème à trois corps (comment faire des anticipations simples lorsqu'on considère l'environnement autour d'une société cible comme un système inanimé).

Poincaré a présenté les points de vue sur les limites que les méthodes non linéaires ont énoncées pour l'anticipation. Selon ces points de vue, il ne faut pas que les investisseurs

utilisent ces méthodes basées sur des techniques mathématiques pour faire des anticipations expansives. En fait, ils peuvent utiliser la branche mathématique pour effacer leurs limites.

Selon Poincaré, lors des anticipations de l'avenir, la précision des prévisionnistes sur la dynamique du processus qu'ils sont en train de former, doit être de plus en plus élevée, parce que leur taux d'erreur va augmenter très rapidement. Il est impossible d'anticiper presque précisément car les anticipations vont affaiblir de façon inattendue - enfin, il faut montrer ce qui est arrivé avec une précision infinie.

Poincaré a montré un cas simple appelé «problème à trois corps» quand il parle de la difficulté de l'utilisation des méthodes non-linéaires dans l'anticipation. Dans ce problème, Poincaré a dit que s'il n'y avait que deux planètes dans le système solaire, rien n'affecterait leur cycle. Depuis lors, l'anticipateur peut facilement anticiper de façon indéfinie sur leur comportement. Mais si une troisième planète très petite, par exemple la comète, apparaît entre ces deux dernières. Au début, elle ne causera probablement pas d'impact ou de déviation. Cependant, au fil du temps, son impact sur ces deux dernières deviendra remarquable. Les petites différences où se trouvent ce petit corps finiront par contrôler l'avenir de deux autres massifs.

En effet, la complexité de l'interaction de trois corps ci-dessus rend difficile l'anticipation. En fait, notre monde est beaucoup plus complexe que le problème à trois corps, car il contient plus de trois corps. Nous sommes confrontés à des choses dites système dynamique - mais le monde que nous voyons est beaucoup plus grand qu'un système de dynamique.

Ici, Poincaré a pris des photos des boules de billard pour illustrer les limites de l'anticipation du mouvement d'un corps dans un système de dynamique de trois corps. Il a souligné l'impact des effets multiplicatifs non-linéaires pour le mouvement des corps dans un système de dynamique. Cependant, nous ne reconnaissons pas souvent intuitivement cet impact.

Taleb a repris l'exemple du mathématicien Michael Berry (anticiper le mouvement des boules de billard sur la table) pour décrire la difficulté du caractère des effets multiplicatifs non-linéaires. Selon lui, cette difficulté a conduit à des demandes de plus en plus élevées sur l'exactitude des hypothèses des prévisionnistes. S'ils connaissent une chaîne de paramètres de base du ballon immobile, savent estimer la résistance de cette table (très basique), et connaissent le niveau de l'impact, ils pourront facilement anticiper ce qui va se produire au premier choc. Le second effet devient plus complexe, mais raisonnable; les prévisionnistes doivent être prudents avec la connaissance de l'état initial, et avec plus de précision. Le problème est d'anticiper avec précision au neuvième choc, ils devront tenir compte de la poussée gravitationnelle de la personne qui est à côté de la table. Et pour l'estimation au 56^{ème} choc, tous les corps de base de l'univers doivent être pris en compte dans les hypothèses des prévisionnistes. Un électron au bord de l'univers qui est situé à 10 milliards d'années lumière de la Terre, devrait être pris en compte dans ces calculs, car il crée un effet significatif sur les résultats. Maintenant, on considère un fardeau en plus, qui est une combinaison d'anticipations sur l'endroit où se situe la présence de ces variables dans l'avenir. L'anticipation du mouvement d'une boule de billard sur la table oblige les prévisionnistes à

avoir des connaissances sur la dynamique de l'univers tout entier, et sur chaque atome. Nous pouvons anticiper le mouvement de grands corps comme les planètes (bien que ce ne soit pas trop lointain dans l'avenir), mais il est difficile de visualiser les petits et ils sont de plus en plus nombreux.

Il faut noter que le problème à trois corps ne peut que se référer à un monde simple, il ne prend pas en compte les problèmes sociaux complexes qui ne suivent pas une règle spécifique. Dans cet exemple, l'auteur n'a pas tenu compte de la relativité et des effets quantitatifs. Les auteurs n'ont pas utilisé ce concept (souvent cité par les phishers) dit "le principe d'indétermination".

Dans un système de dynamique, où l'anticipateur doit considérer beaucoup plus que des boules de billard, où la ligne se déplaçant dans une direction est interdépendant, la capacité d'anticiper l'avenir est non seulement réduite, mais aussi dépend des limites fondamentales. Poincaré a dit que nous ne pouvons que travailler avec des problèmes qualitatifs - un tel attribut des systèmes peut être discuté, mais pas être calculé.

En outre, nous devons aussi reconnaître les contributions de Edward Lorenz, un météorologue de MIT (Institute de la Technologie de Massachusetts). Sa recherche a découvert par hasard les résultats de Poincaré quand il a créé un modèle informatique de la dynamique de la météo quelques jours à l'avance. Il a reconnu qu'il existait une différence dans les résultats de son modèle, bien que selon lui, il y ait les mêmes paramètres d'entrée. Ensuite, Lorenz s'est rendu compte que cette différence dans ses résultats n'était pas due à des erreurs, mais elle était provoquée par le petit arrondissement des paramètres d'entrée. Ceci est connu sous le nom "l'effet papillon". Cet effet peut entraîner de graves conséquences dans l'avenir. Les découvertes de Lorenz ont suscité des intérêts dans la gestion de l'imprévisible - Théorie de chaos.

Nous pensons que ces raisonnements semblent être convenir à l'entreprise qui intéressent les investisseurs. Aujourd'hui, avec le développement de la technologie et de la communication, la mondialisation tend à devenir une nécessité objective. Par conséquent, la relation entre les entreprises avec de nombreuses parties-prenantes devient de plus en plus serrée. Par exemple, Apple a des relations étroites avec les distributeurs, les sous-traitants, les employés, les concurrents, les clients, la société. En fait, les investisseurs anticiperont difficilement avec précision le cours boursier d'Apple dans les 5 prochaines années. Similaire au problème à trois corps, les investisseurs doivent également tenir compte de toutes les interactions entre les parties-prenantes et Apple. Cependant, en réalité, ils ne peuvent pas anticiper les effets de toutes ces dernières dans leur environnement. Par conséquent, les investisseurs auront des difficultés à faire d'anticipations précises sur le cours boursier dans un avenir lointain.

Ils ignorent encore Hayek. (En ignorant les impacts d'autres petits phénomènes, ils appliquent uniquement les outils développés dans le monde Mediocristan)

Hayek a souligné la véritable indétermination, les limites de la connaissance et les facteurs qui n'ont jamais comparu. Il a surtout critiqué les autres économistes, ainsi que l'idée des planificateurs. Selon cette théorie, il s'est opposé à l'utilisation des outils de la science dure dans la science sociale. Cependant, cette méthode a été souvent enseignée dans la branche de l'économie. Plus tard, l'application de cette méthode a conduit les investisseurs à faire face à de nombreuses incertitudes. Dans certains cas, leur fond d'investissement pouvait faire faillite. Dans certains autres cas, ils pouvaient manquer de bonnes opportunités d'investissement sur les marchés financiers. L'effondrement de grands fonds d'investissement dans le monde témoigne de l'échec de cette approche au cours des dernières années.

Pour Hayek, une véritable anticipation est formée par un système, pas un ordre. Il a également dit qu'une seule organisation, par exemple, l'agence de planification centrale, ne pouvait pas fusionner les parties de ces informations en fonction de sa fonctionnalité. En général, la société peut également intégrer ces parties informationnelles à sa fonctionnalité. Cela explique pourquoi la pensée de la société est au-delà du cadre. Cette idée semble bien cadrer avec les anticipations des investisseurs. En effet, les investisseurs peuvent construire des réseaux pour rassembler toutes les évaluations des parties-prenantes de l'entreprise cible. Ces opinions peuvent les aider à faire des évaluations exactes sur les opérations de l'entreprise sur tous les marchés. Cependant, en réalité, les investisseurs ont des difficultés à collecter et à traiter ces informations. Ainsi, Hayek a critiqué le socialisme et la gestion de l'économie comme un produit de ceux que Taleb appelle les connaissances excentriques ou le point de vue de Platon. Grâce au développement de la science et en se basant sur le point de vue de Platon, les prévisionnistes, en particulier les investisseurs surestiment leur capacité à comprendre les changements subtils qui fondent le monde et l'importance indispensable de chaque changement. Il a habilement appelé ce phénomène "le scientisme".

Selon Taleb, c'est le vice fondamental dans nos institutions économiques. En fait, nous voyons souvent les organismes gouvernementaux qui font des anticipations (taux d'intérêt et marché boursier dans des années suivantes). Pendant ce temps, les entreprises donnent souvent des projets. Bien que ces organismes puissent faire des anticipations inexactes, ils ont encore la chance de survivre à long terme. Au contraire, Taleb a dit que l'existence des groupes était due à la chance, pas parce qu'ils ont donné des anticipations précises. Par conséquent, les groupes peuvent se blesser si leurs anticipations ne sont pas exactes. Dans le processus de faire des anticipations, ils se basent sur des connaissances scientifiques dures pour les appliquer au secteur social afin de faire des anticipations. Il faut rappeler que nous avons tendance à utiliser les connaissances que nous connaissons dans le but de faire des anticipations pour l'avenir et oublions les parties des connaissances n'étant pas encore complétées. Pour expliquer ce phénomène, Taleb a souligné que la connaissance de la science dure comme la physique était seulement un domaine étroit, et les gens ont eu tendance à appliquer cette réussite pour tous autres domaines scientifiques. Les résultats de cette science dure sont souvent plus facilement vérifiables que ceux des raisonnements sociaux. Cependant, ce sont les connaissances complétées qui peuvent expliquer les événements inhabituels ou le phénomène Cygne noir auquel nous devons facilement nous confronter dans la vie. Ces idées semblent refléter fidèlement les préoccupations des investisseurs lors de l'envisagement

d'investissement dans une entreprise cible. En fait, ils ne peuvent pas identifier tous les événements de Cygne noir ou des risques imprévus. Par conséquent, les investisseurs oublient facilement ces éléments d'incertitude. Dans le monde d'aujourd'hui (Extremistan), un petit élément d'incertitude peut provoquer des conséquences majeures pour eux.

Ces observations expliquent en partie pourquoi les investisseurs prennent de mauvaises décisions dans le contexte du changement aujourd'hui. D'autre part, ces erreurs sont issues en partie de l'absence d'une méthode de gestion efficace des risques dans le contexte de changement économique. Afin de développer une méthode de gestion des risques, les investisseurs auront des bénéfices en se référant à la méthode de gestion des risques imprévisibles, qui est suggérée par Taleb afin de prendre des décisions d'investissement d'une manière raisonnable. Cette méthode sera présentée dans la section suivante de ma thèse.

2.1.2 Méthode de la gestion de l'imprévisible proposée par Nassim Nicolas Taleb

2.1.2.1 La méthode de la gestion des risques dans le monde financier d'efficience-Médiocristan

Comment ne pas devenir un excentrique (Le diagnostic de l'entreprise –Le raisonnement de manière empirique plutôt que respecter le raisonnement du Platonisme - Le changement du modèle d'inférence)

L'erreur principale des investisseurs est de se concentrer seulement sur les catégories solides et d'ignorer les causes d'incertitude. En fait, depuis longtemps la pensée des investisseurs est souvent développée sur la base du processus du Platonisme dans lequel ils mènent fréquemment des options d'investissements de haut en bas, y compris les catégories solides (les déductions sont considérées comme raisonnables dans le processus d'investissement).

Les investisseurs espèrent toujours pouvoir utiliser la pensée platonicienne pour coder les événements économiques et sociaux, les événements liés à l'entreprise« cible ». Cependant, le monde, les événements sociaux ne peuvent pas toujours s'adapter aux outils déjà codés.

Ici, Taleb a pris des images de la pensée de Platon pour la distinguer avec la pensée inverse, qui est appelée "contraste Platon" ou « alplatonique ». Par conséquent, les Platoniciens sont des personnes qui tendent à suivre dans l'ordre de haut en bas, selon la formule, intellectuellement fermé ; servir à leurs propres intérêts et les alplatoniques sont ceux qui ont tendance dans l'ordre de bas en haut, ouvertes, sceptiques et empiriques.

Ceux qui découvrent les idées similaires entre les branches de la pensée discrète. La première branche de pensée se compose des partisans de l'empirisme - ceux qui respectent les méthodes médicales bottom-up, non théorique et "pratique fondée sur les preuves" principalement liés à Philnus de Cos, Sérapion d'Alexandrie et Claucias de Tarente, ont été transformés plus tard en scepticisme par Ménodote de Nicomédie, et sont actuellement connus par Sextus Empiricus. Les partisans de l'empirisme ont pratiqué "l'art de la médecine" en

s'appuyant sur des arguments; ils veulent obtenir des résultats des observations accidentelles par la conjecture, puis le test et la réparation jusqu'à ce qu'ils découvrent quelque chose de significatif. Ils donnent rarement des théoriques.

De cette idée, nous pensons que les investisseurs auraient également besoin de l'appliquer dans leur raisonnement lorsqu'ils prennent des décisions d'investissement. Ce raisonnement assure leur adaptation aux phénomènes, aux événements discrets, aux signaux faibles. De ces signaux faibles, ils essayeront de construire des scénarios possibles. Ils attendront des informations supplémentaires ou des preuves concrètes pour faire des affirmations ou des dénégations aux contextes spécifiques dans leur processus d'investissement. Cela affectera directement la méthode d'évaluation des investisseurs pour l'entreprise cible.

Le libéralisme académique

Selon Taleb, pour les connaissances structurées, le problème réside dans le fait que, parfois il y a des différences d'intérêts entre les groupes académiques et ces connaissances elles-mêmes. Ici, il existe toujours l'affirmation et la négation pour ce groupe des connaissances. L'effondrement des sociétés découle principalement de mauvaises décisions du gestionnaire des entreprises, plus que du résultat de la liberté des connaissances et du manque de structure. Dans ce contexte, le risque imprévisible a souvent de fortes conséquences sur les opérations de l'entreprise.

Nous constatons que cet argument est parfaitement applicable au processus de prise de décisions des investisseurs. En fait, les investisseurs forment toujours de nombreuses hypothèses sur le contexte d'activités de l'entreprise cible. Il ya des scénarios hypothétiques qui sont en plein contraste avec d'autres hypothèses. Sous les contraintes liées aux temps et aux ressources, à l'argent, les investisseurs peuvent très facilement prendre de mauvaises décisions. Cela les conduit aux incertitudes imprévisibles.

2.1.2.2 La méthode de la gestion des risques dans le monde incertain

L'anticipation et La libre volonté

L'inadaptation de la façon de gestion des risques traditionnelle dans l'environnement de plus en plus fluctuant:

Selon Taleb, "si l'on connaît les conditions possibles d'un système physique, en théorie, (mais nous l'avons vu, pas en pratique) prévoir son comportement futur. Toutefois, cela ne concerne que les objets inanimés. Quand on touche aux questions sociales, on se heurte à une pierre d'achoppement. C'est autre chose de prédire l'avenir quand des êtres humains sont en jeu, si on les considère comme des êtres vivants doués de libre arbitre ».

D'après les observations ci-dessus, on peut considérer la manière que les investisseurs utilisent pour prendre des décisions d'investissement de façon rationnelle comme une méthode dans laquelle ils peuvent anticiper les réactions de l'entreprise cible. Il faut rappeler que

l'entreprise cible est tenu compte dans la relation avec les parties-prenantes moins vivantes. Dans ce contexte, les investisseurs n'anticipent toutes les réactions de l'entreprise cible que sous l'impulsion de l'environnement. Depuis lors, les investisseurs peuvent évaluer les opportunités ou les risques auxquels l'entreprise cible doit se confronter. En conséquence, les investisseurs peuvent simuler les résultats des actions interactives entre les facteurs qui influent sur les indicateurs financiers, économiques et l'image de cette dernière.

Toutefois, l'entreprise cible ne se trouve pas dans un système stable, y compris les personnes qui manquent de dynamisme. En revanche, ses parties prenantes sont souvent raisonnables et dynamiques dans un environnement économique de plus en plus fluctuant. Dans ce contexte, Taleb a dit que si les investisseurs croyaient à la libre volonté, alors ils n'auraient pas cru à la science sociale et aux anticipations économiques. Dans ce contexte, les investisseurs ne semblent pas avoir la capacité d'anticiper les actions des parties-prenantes de l'entreprise cible.

Bien que l'on vive dans un monde de plus en plus incertain et en mutation constante, la plupart des investisseurs considèrent encore que les actions futures des individus seront fondées sur la raison. De là, ils peuvent les anticiper. Dans ce contexte, les investisseurs continuent à s'appuyer sur des processus de vérification par la mathématique pour faire des anticipations. Ces anticipations devraient se produire de façon rationnelle. En d'autres termes, les investisseurs rationnels devraient agir de manière cohérente. Par exemple, un gestionnaire de l'entreprise préfère le projet A au projet B, et préfère le projet B au projet C. En conséquence, il préfère le projet A au projet C. Il ne pouvait pas préférer le projet C au projet A. Si ce gestionnaire de l'entreprise avait préféré le projet C au projet A, les investisseurs auraient eu des difficultés à généraliser son comportement et également difficiles à l'anticiper opportunément. En réalité, les investisseurs oublient facilement que les parties-prenante "individuelles" se comportent de façon rationnelle dans chaque cas spécifique. Ces arguments étant populaires, fondés sur la raison, ont été développés et ont des impacts dans l'économie traditionnelle.

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, H.Simon s'est opposé à l'application des mathématiques dans la science sociale développée dans l'économie traditionnelle. Ayant la même opinion que Simon, Taleb a critiqué les économistes d'idéologie platonicienne qui ignoraient le fait que l'homme pouvait faire quelque chose qui maximisait les avantages économiques. Cette méthode conduit les personnes formées à l'extérieur du domaine mathématique à avoir des difficultés pour prendre des décisions. En effet, la maximalisation des avantages économiques impose aux investisseurs de prendre des calculs optimaux basés sur des équations mathématiques de manière correcte. Toutefois, ce travail ne semble pas correctement refléter les impacts de la science sociale dans des décisions. Selon Taleb, cette optimisation entrave la science sociale en l'abaissant à partir du champ de la pensée intellectuelle en cours de formation pour un effort à niveau «science exacte». C'est comme un jeu de fraude intellectuelle où on essaie d'appliquer la science exacte pour évaluer les phénomènes sociaux.

Selon Taleb, l'optimisation est considérée comme un modèle d'un environnement stérile, et il n'y a pas de signification pratique. En réalité, ces modèles deviendront le sujet des débats exclusif entre les mathématiciens. Ils conduisent également les économistes platoniciens à se concentrer sur des équations mathématiques et à éviter les problèmes, les phénomènes de la nature sociale. Cependant, ce modèle reste encore populaire et il est enseigné dans la plupart des universités depuis longtemps. Cela mène les investisseurs à ignorer les études intéressantes des auteurs éminents tels que ceux de M.Keynes, Friedrich Hayek et Benoit Mandelbrot. Pendant ce temps, ils se concentrent uniquement sur les connaissances familières et connues mais oublient celles qui ne sont pas encore connues.

Les psychologues empiriques de l'école "d'heuristiques" et de biais ont montré lors de leur pratique que le modèle de comportement rationnel dans des circonstances incertaines est non seulement inexact mais aussi très erroné. Les résultats d'étude de ces psychologues préoccupent les économistes platoniciens car ils se rendent compte qu'il y a beaucoup de façons de devenir irrationnel. En fait, on peut facilement témoigner des choix tout à fait non raisonnés. Cela dépend de la façon dont les décideurs reçoivent les informations. Par exemple, lors de la sélection des marques de voiture préférées, une personne peut préférer les Mercedes aux Toyota, préférer les Toyota aux BMW, mais également préférer le BMW aux Mercedes. En outre, il faut que les investisseurs tiennent compte de l'effet d'ancrage où ils peuvent être affectés par des nombres aléatoires qui se présentent lors de la sélection dans la prise de décisions. Du hasard des effets d'ancrage, les investisseurs feront face à ces anticipations. D'après les observations ci-dessus, Taleb a souligné que la série d'événements était le facteur important des investisseurs. Par conséquent, si les investisseurs font des choix et prennent de décisions non compatibles avec ces choix, le point central du processus de l'optimisation des calculs pour des choix d'investissement échouera. Dans ce contexte, les investisseurs ne seront pas en mesure de bâtir une «théorie générale», et ne pourront pas anticiper. Dans un tel environnement fluctuant, ils devront apprendre à vivre sans une théorie générale.

Ici, les investisseurs s'appuient souvent sur des séries de données du passé pour déduire une telle règle pour l'avenir. Effectivement, les troubles de l'anticipation basée sur le passé peuvent être pires que ce qu'on a appris, car les données du passé peuvent confirmer une théorie et sa contradiction. Si vous survivez jusqu'au lendemain matin, peut être

a) vous êtes plus susceptible d'être immortel

b) vous êtes plus près de la mort.

Ces deux résultats ci-dessus sont basés sur les mêmes données.

En outre, les investisseurs ont également constaté la distorsion des données du passé. Ceci est illustré concrètement par le comportement flatteur et hypocrite des personnes qui ont donné des informations pour la société cible. Ce comportement peut provenir de leurs propres buts. Dans ce contexte, les investisseurs auront des difficultés à généraliser ce qu'ils reconnaissent

pour déduire leur inconnu. Ces déductions peuvent les conduire à faire face aux incertitudes dans le monde Extremistan.

A partir de ces observations, les investisseurs non seulement peuvent facilement commettre des erreurs d'identification dans la réception des données dans le passé, mais aussi se confrontent à certaines difficultés dans la réception des informations du passé liées à l'entreprise cible, librement fournies par les parties-prenantes.

On a toujours l'habitude d'écouter les machines d'anticipation

Alors, pourquoi les investisseurs doivent prêter attention aux informations relatives à la planification de l'entreprise cible et aux anticipations des experts?

La réponse est liée à la nature humaine. Selon Taleb, la planification nous permet de devenir plus civilisés, plus concrets pour notre conscience. En outre, le psychologue Daniel Dennette a dit que la partie la plus puissante du cerveau humain était la capacité de donner des prévisions dans l'avenir et de jouer au jeu alternatif. Cela les aide à éviter les lois de l'évolution et le processus de sélection naturelle immédiatement. De là, on peut construire une série d'anticipations et des scénarios alternatifs. Il a dit que l'esprit et la conscience de l'humain étaient les attributs découlant naturellement et indispensables pour notre développement rapide. Ce raisonnement semble convenir au processus d'évaluation des investisseurs pour l'entreprise cible. Après avoir collecté des informations, les investisseurs forment souvent de nombreux scénarios hypothétiques pour celle-ci. Pour être en mesure de faire des anticipations, il leur faut inférer, prendre en considération les informations manquantes dans des scénarios hypothétiques. De là, ils peuvent former des évaluations détaillées pour chaque situation. Cela leur permet de former des décisions d'investissement.

En outre, certains auteurs ont dit qu'il y avait de la spécialisation dans la société, ou plutôt de la fracture du savoir. Par conséquent, on a tendance naturellement à écouter les experts, même dans les domaines où il n'y en a pas du tout besoin. Cela conduit les investisseurs à commettre facilement des erreurs dans leur décision quand ils écoutent ces conseils.

Le passé du passé, et le futur du passé. (Quel est son impact sur le changement du modèle d'anticipation? - facteurs psychologiques, manière de regarder le passé - erreur d'anticipation affectant l'évaluation des investisseurs).

Taleb a montré la différence entre l'approche d'un problème par des enfants et celle par des adultes pour illustrer la différence importante entre la structure et la qualité des décisions dans le passé et l'avenir. Selon lui, il y a certaines choses (la vérité) qui ont une forte influence sur la perception des enfants. Pendant ce temps, les adultes ne s'intéressent qu'à des petites choses de la vie quotidienne et à la nécessité de l'inquiétude face aux graves problèmes. En conséquence, ils ignorent ces connaissances approfondies (la vérité) pour se concentrer sur les questions qui les concernent. A partir de ces observations, les investisseurs peuvent développer une vision plus holistique lorsqu'ils font des anticipations basées sur des données du passé.

Selon Taleb, la notion de l'avenir est liée au hasard, plutôt qu'au développement de notre connaissance du passé, une activité mentale que nos esprits ne peuvent pas réaliser. Il a dit que le hasard était trop vague, donc ne peut pas être une catégorie en soi. Ici, il existe une asymétrie entre le passé et l'avenir. Cependant, on ne peut pas l'identifier de façon naturelle. Cela conduit les investisseurs à faire face aux conséquences causées par cette asymétrie.

Tout d'abord, dans leur évaluation de l'entreprise cible, la relation entre le passé et l'avenir de ses activités ne devrait pas être tirée de la relation entre le passé et le passé antérieur du passé.

Ici, les investisseurs ont un angle mort. Quand ils pensent à l'évolution de l'entreprise demain, ils ne la conçoivent pas en termes de ce qu'ils pensaient d'hier et d'avant-hier. À cause de ce manque d'introspection, les investisseurs ne peuvent pas apprendre à partir des leçons du passé se basant sur la différence entre leurs prévisions passées et leurs résultats subséquents. Quand ils pensent à demain, ils projettent l'évolution de l'entreprise cible simplement comme un autre hier.

De même, quand les investisseurs regardent les leçons du passé, un élément du mécanisme permettant à l'esprit humain de tirer la leçon leur incite à penser souvent qu'ils obtiendront une solution définitive. Cependant, ils ne prennent pas en compte les circonstances dans lesquelles leurs prédécesseurs ont eu d'autres solutions définitives. Dans ce contexte, ils se moquent de ses prédécesseurs sans réaliser que le jour viendra bien tôt où quelqu'un aura autant de raisons de se moquer d'eux. Une telle perception amènera les investisseurs à la perception récursive.

Selon Taleb, ces barrières intellectuelles semblent ressembler à de l'autisme. En fait, les personnes autistes ne peuvent pas se mettre à la place des autres, ne peuvent pas voir le monde selon leur position. Ce raisonnement semble parfaitement adapté aux circonstances des investisseurs dans le contexte économique actuel. Cela les conduit à avoir un regard moins dynamique sur l'entreprise cible et les parties-prenantes. En d'autres termes, ils considèrent des autres comme des machines qui fonctionnent selon leurs propres règles. En conséquence, cette façon de pensée leur fait perdre la capacité de penser sur l'agitation des parties-prenantes dans leur environnement. De là, ils ne peuvent faire aucune anticipation sur l'avenir de l'entreprise cible. Ce phénomène est appelé « cécité du futur » par Taleb.

Prévisions, Prévisions erronées et bonheur (l'influence de l'émotion sur la prévision)

En fait, les investisseurs sont influencés par l'humeur et l'émotion dans leurs anticipations sur l'entreprise cible. Cette observation a été trouvée par Taleb dans une étude sur le bonheur. Cette étude a relevé les erreurs de prévision choroniques qui va nous éclairer.

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, les parties-prenantes (les distributeurs, les clients, les prêteurs, les investisseurs) ont une certaine influence sur la formation de risques ainsi que sur les opportunités de l'entreprise cible. En fait, ils sont souvent influencés par l'émotion lors de leur prévision. Cela les conduisent également à commettre des erreurs dans leurs prévisions. Exemple: Le client A tente d'acheter un nouveau produit de l'entreprise cible. Ce produit lui

donne satisfaction. Cependant, ce client a oublié que la dernière fois quand il avait acheté un produit de même type, il avait déjà le ressenti identique. Ce client ne peut pas prévoir le fait que l'effet de ce nouvel achat finira par se dissiper et que comme la dernière fois, il va revenir à l'état initial. En fait, il ne l'achèterait plus s'il prévoyait cet effet. Toutefois, ce client fait encore la même erreur. Il pense peut-être que cet achat ne veut rien dire pour qu'il pratique l'introspection. Ce phénomène psychologique se produit également pour toutes les parties-prenantes.

En fait, les psychologues ont évalué les prévisions erronées sous l'impact des événements agréables ainsi que des événements désagréables. En conséquence, on surestime souvent l'effet de deux types de prévision sur les futurs événements de sa vie. Selon Taleb, il semble qu'on ait certaines difficultés en psychologie, on fera donc de telles anticipations. Cette situation difficile est appelée «prévision affective » par Dan Gilbert. Cela n'est pas encore suffisamment convaincant pour affirmer qu'on a tendance à faire des anticipations impertinentes sur son futur bonheur. Ici, Taleb a montré qu'on ne tirait pas les leçons spécifiques des expériences dans le passé. Certains psychologues ont montré que la barrière intellectuelle et les distorsions étaient les principales raisons pour lesquelles on ne pouvait pas tirer d'enseignement de ses erreurs dans le passé pour anticiper ses affectifs futurs.

Les parties-prenantes surestiment l'influence du malheur sur leur propre vie. Ils peuvent penser que la perte de leur fortune actuelle ou de leur situation actuelle est extrêmement douloureuse. Cependant, peut-être ont-ils tort, car ils peuvent s'adapter à n'importe quelle situation. En fait, les parties-prenantes ont déjà pu le faire après le malheur passé. Ils peuvent se sentir très tristes, mais leur déception n'est pas aussi mauvaise que ce qu'ils croient. Ce type de prévision erronée a pour but de leur donner des motivations pour faire des actions importantes (par exemple, le fournisseur majeur décide de vendre ses produits à l'entreprise cible) et à la fois les aider à éviter des risques inutiles. Ici, les parties-prenantes doivent faire face à un phénomène plus général: être humains, ils sont censés se leurrer un peu de temps à autre. Selon la théorie de Trivers sur ce blocage, cette tendance peut être considérée comme une approche favorable qui permet aux parties-prenantes de faire des prévisions dans l'avenir. Cependant, cette approche ne tient pas compte des risques qui ont un grand impact dans le contexte économique en mutation actuel comme des risques d'investissement, des dangers contenant des éléments de Cygne Noir.

En fait, l'émotion des parties-prenantes a également un effet cumulatif. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, les idées sont souvent susceptibles de se propager. Parce qu'elles contiennent aussi des émotions des parties-prenantes. Par conséquent, ces émotions sont susceptibles d'être contagieuses entre les parties prenantes. Depuis lors, ces émotions peuvent s'accumuler et créer un effet excessif, ou des bulles spéculatives dans le marché boursier. Cela a un fort impact sur l'image / la réputation de l'entreprise. En fait, ces effets excessifs peuvent être des effets positifs, mais peuvent également être négatifs. Dans certaines situations spécifiques, les investisseurs se basent sur l'émotion d'autres parties-prenantes ce qui a une grande influence sur l'entreprise cible pour prendre des décisions par eux-mêmes. Cela a un fort impact sur l'image ou la réputation de l'entreprise dans un instant. En

conséquence, son cours boursier peut subir un écart par rapport à la valeur réelle de l'entreprise dans une certaine période de temps. Depuis lors, les investisseurs sont susceptibles de faire face aux risques ainsi qu'aux opportunités qu'ils n'ont pas prévus. Par conséquent, les investisseurs devraient avoir un outil adapté pour collecter, synthétiser des idées des parties-prenantes qui pourraient influencer sur la réputation de l'entreprise cible. En d'autres termes, ils ont besoin d'un outil d'analyse des émotions pour détecter des effets excessifs ou des bulles spéculatives.

Le manque d'informations - L'influence de l'asymétrie d'informations

Dans le processus de l'investissement, les investisseurs sont souvent confrontés aux incertitudes. Ces incertitudes peuvent aussi résulter du hasard quand ils reçoivent des sources informationnelles. Ainsi, quelle est l'origine du hasard? Selon Taleb, en théorie, le hasard est une propriété intrinsèque. Mais en fait, il est dérivé des informations incomplètes dont nous avons parlé dans l'effet d'asymétrie d'informations dans la section ci-dessus.

Les investisseurs peuvent avoir des questions liées à la distinction de deux types d'incertitude: «le véritable hasard» ou «le chaos déterministe» se faisant passer du hasard. En véritable système aléatoire est en fait aléatoire et ses propriétés ne sont pas prédictibles. Un système chaotique a des propriétés complètement prévisibles, mais elles sont difficiles à connaître.

À partir de ces considérations, Taleb a donné la réponse de deux façons:

En fait, il n'y a aucune fonction différentielle dans ces processus parce qu'on ne pourra jamais les discerner. Taleb a dit que cette différence provenait des mathématiques, et pas de la pratique. Lorsque les investisseurs commencent à regarder l'entreprise cible, ils ne peuvent pas connaître la qualité de gestion de cette entreprise. Toutefois, ses gestionnaires, ses employés ou ses consultants peuvent bien connaître des informations sur sa qualité de gestion. Parce qu'ils ont des informations en priorité pour faire le diagnostic de la qualité de cette entreprise. En fait, ils peuvent fournir des informations relatives aux activités de l'entreprise de manière intentionnelle ou accidentelle au public. Pour ces informations, les investisseurs n'ont pas la capacité de distinguer quelles sont les informations subjectives et objectives. Par conséquent, ils peuvent comprendre que le hasard est l'information incomplète et il est une forme d'asymétrie d'information.

Lors de la considération de l'entreprise cible, les investisseurs devraient utiliser les informations publiées afin d'évaluer cette entreprise. De là, ils construisent de nombreuses hypothèses pour les contextes de l'entreprise cible. Ces hypothèses doivent être testées pour tirer des conclusions au sujet de sa tendance de développement. Pour le faire, il faut que les investisseurs anticiper les informations manquantes pour former une hypothèse. Dans ce contexte, les investisseurs devraient continuer à attendre plus d'informations utiles pour confirmer ou infirmer le scénario hypothétique.

La critique sur la doctrine tirant des connaissances à partir des données historiques

Dans le monde turbulent et en pleine mutation, les investisseurs sont toujours confrontés au phénomène Cygne noir ou aux phénomènes rares qui laissent souvent de grandes conséquences. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, ils seront en mesure d'obtenir des confirmations négatives de l'histoire qui sont simultanément accompagnées par de nombreuses illusions de la connaissance. Par exemple, le problème de la Turquie est une image typique pour tirer des connaissances à partir des données historiques. À partir de ces observations, Taleb a dit que les investisseurs ne devaient pas se baser sur les données dans le passé pour créer la théorie ou en tirer des connaissances générales et ces données n'étaient pas utiles pour nous permettre de faire des anticipations pour l'avenir.

Dans ce contexte, les investisseurs devraient apprendre l'approche empirique pour la méthode inductive dans le processus d'investissement. Selon cette méthode, ils ont juste besoin de connaître des informations de l'entreprise cible dans le passé, sans en tirer aucune théorie, et de trouver des informations qu'ils peuvent atteindre. En outre, les investisseurs ne devraient pas prêter attention aux informations fragmentaires, et ne devraient tirer aucun lien. Mais si les investisseurs peuvent le faire, ils ne devraient fournir aucune recommandation d'investissements au public. Il faut rappeler que les sceptiques empiriques sont les personnes qui respectent la tradition: ils l'utilisent comme un défaut, un point de départ pour leur action et rien au-delà de cet objectif. Cette approche propre pour le passé est appelée "epilogism". Grâce à cette approche, les investisseurs considèrent les données dans le passé comme des références pour qu'ils puissent les consulter avant de prendre n'importe quelle décision d'investissement. En outre, cette méthode peut aussi leur permettre de découvrir de nouvelles choses en observation. Ces nouvelles choses les aident à avoir plus de connaissances sur les activités de l'entreprise cible. De là, ils peuvent détecter les risques imprévus dans leur processus d'investissement.

2.1.2.3 Proposition de la gestion des risques imprévisibles de Taleb

La méthode de gestion des risques de Taleb: L'angle pour minimiser les risques (minimaliste)

Après avoir consulté quelques méthodes de gestion de risques, les investisseurs bénéficieront la méthode de gestion des risques imprévisibles abordée par Taleb. Cette méthode leur permettra de se faire une idée pour identifier leur choix d'investissement efficace dans le contexte d'aujourd'hui.

- Les investisseurs devraient faire la distinction entre les événements aléatoires positifs et ceux négatifs. Il faut apprendre à distinguer entre les travaux pour lesquels le manque de capacité d'anticipation peut apporter des avantages extrêmes et les autres pour lesquels le manque de capacité de comprendre l'avenir pourra provoquer un endommagement. Cette idée est utilisée pour analyser les sources de risques en fonction des différents secteurs. Dès lors, les investisseurs éviteront dès début les secteurs contenant des risques potentiels élevés.
- Taleb conseille aux investisseurs de ne pas chercher ceux qui ont un caractère exact et local. En d'autres termes, il ne faut que les investisseurs cherchent ceux à caractère

myope. Les investisseurs devraient s'intéresser à la capacité pour la compétition de l'entreprise cible au lieu de s'intéresser aux anticipations relatives à cette dernière. Cela veut dire que les investisseurs ne devraient pas s'intéresser aux informations à caractère anticipatif. Au contraire, ils ne devraient prêter attention qu'aux informations qui influencent le processus de l'entreprise. L'efficacité du processus de travail de l'entreprise va fidèlement refléter sa capacité ou ses risques potentiels.

- Il faut saisir toutes les opportunités, ou tout ce qui ressemble à une opportunité. Elles sont généralement rares. Il faut rappeler que les Cygnes noirs positifs devraient être un premier pas : On doit se mettre dans des situations vulnérables par eux. Lors de la recherche sur l'entreprise cible, les investisseurs peuvent chercher plus d'informations à travers des réseaux sociaux. Ils devraient communiquer avec ceux qui ont de forte influence dans les réseaux sociaux. Ces personnes peuvent leur fournir des informations précieuses dans le processus de collecte des informations d'investissement. Selon cet argument, les investisseurs devraient obtenir/ collecter de nombreuses sources d'informations précieuses à travers des rendez-vous, des échanges d'informations, des discussions, etc.
- Il faut être prudent avec les plans exacts des organismes gouvernementaux: Les investisseurs doivent être prudents avec les informations publiées par les agences du gouvernement parce que les informations anticipatives du gouvernement ne sont que des références. Les chiffres ou les anticipations données par ses représentants font partie de leurs travaux. Cependant, leurs informations ne sont pas toujours inutiles, mais il faut que les investisseurs prêtent attention à leurs effets secondaires.
- Il ne faut pas perdre du temps à discuter avec les prévisionnistes, les analystes boursiers, les experts économiques et les spécialistes de la science sociale. Yogi Berra a déclaré que «S'il ya des personnes qui ne connaissent rien, vous ne pourrez pas les rendre conscience". Depuis lors, les investisseurs ne devraient pas s'intéresser aux informations relatives à l'anticipation des experts ci-dessus. En fait, les informations publiées par ces experts peuvent conduire les investisseurs à mal comprendre les questions liées à l'entreprise cible. De là, ils peuvent prendre de mauvaises décisions dans le processus d'investissement.

En fait, on vit toujours dans un monde asymétrique où d'un côté, il y a des informations et de l'autre côté, des personnes qui manquent d'informations. C'est exactement la situation des investisseurs. Dans ce contexte, Taleb a dit: «Je ne connaîtrai jamais l'inconnu car, par définition, c'est la chose que personne ne connaît. Mais je peux toujours prédire son niveau d'impact sur moi-même, et je devrais m'appuyer sur cette prédiction pour prendre de décision». De ce point de vue, les investisseurs peuvent former une méthode de gestion des risques imprévisibles. En fait, si les investisseurs décident d'investir à l'entreprise cible, ils devraient identifier l'impact de l'incertitude sur son panorama ou ses conséquences, au lieu de penser à sa possibilité vraisemblable. Pour être plus précis, si le prix est baissé, les investisseurs estimeront la perte maximale qu'ils peuvent supporter. Cela leur permettra de former des scénarios hypothétiques à prendre en considération avant de l'investissement.

En outre, les investisseurs peuvent faire face aux situations où l'incertitude est transformée en réalité. Dans ce contexte, de nombreux investisseurs essaient de trouver les moyens pour surmonter les conséquences. Cependant, en réalité, plus ils surmontent les conséquences, plus ils sont confrontés aux risques. Alors, comment faire pour résoudre ce problème? Les

investisseurs peuvent également trouver la réponse de Taleb pour construire un mode de gestion des risques. Selon lui, "Quand l'incertitude s'est produite, on ne devrait pas essayer la rattraper. Laissez-la passer, on ne cherche pas à lutter contre, mais on cherche à s'y adapter ». Cette suggestion semble permettre aux investisseurs de se faire quelques idées pour mieux résoudre ce problème.

2.2 Gestion de l'imprévisible : une nouvelle approche de la gestion de risque dans le contexte d'économie mondiale

2.2.1 Les éléments extérieurs influençant sur le processus de décision des investisseurs dans le cadre de finance comportementale

Selon Taleb, nous nous avançons progressivement du monde Médiocristan vers le monde Extremistan. Dans le monde Extremistan, ces phénomènes rares se produisent en provoquant de grandes conséquences. Sous l'effet de la science et de la technologie de l'information et de la communication et celui du processus de la mondialisation, ce phénomène apparaît de plus en plus dans la vie économique. En effet, nous pouvons trouver qu'une certaine partie prenante peut exprimer ses points de vue facilement et rapidement grâce aux médias. Dans le marché financier, les investisseurs décident parfois d'investir de façon irrationnelle en écoutant les informations de ces parties prenantes. Cela favorise l'apparition des bulles spéculatives. Ce phénomène augmente l'écart entre la valeur du cours des actions et celle fondamentale de l'entreprise cible. Nous pensons alors, que ce phénomène a également une incidence directe sur la réputation des entreprises cibles.

Selon Taleb, la mondialisation fait resserrer le lien entre les institutions financières. Quand une institution financière dans ce système s'effondre, tout le système aura tendance à s'effondrer à la suite. Théoriquement, la concentration accrue entre les banques semblerait avoir pour effet de limiter la possibilité d'une crise financière, mais si une fois cela se produisait réellement, la crise pourrait évoluer au niveau mondial.

En fait, les origines de la crise peuvent être expliquées en se basant sur la théorie des réseaux. Selon cette théorie, un réseau est composé des éléments appelés intersections. Ces intersections sont reliées entre elles par l'intermédiaire d'une ligne conductrice. Sur les marchés financiers, les institutions financières forment un réseau serré. Dans ce réseau, il y a un certain nombre d'institutions financières associées à de nombreuses autres institutions qui servent de point de connexion central. Lorsque ces institutions ont des problèmes, il y a une incidence sur l'ensemble du système.

En outre, nous voyons également que le développement des technologies de l'information et de la communication soutient la performance de certaines entreprises dans certains secteurs. Pour ces marchés, les entreprises cible peuvent les sous-estimer ou les ignorer. Cela peut les influencer en matière de la réputation ainsi que de leur valeur des titres sur les marchés financiers.

De plus, nous trouvons également que la chance des concurrents de l'entreprise cible joue un rôle important dans la construction de l'image de la firme. Dans certains cas, les produits des concurrents répondent mieux aux exigences du marché. Cela peut rendre la compétitivité de l'entreprise cible moins concurrentielle. Dans ce contexte, l'entreprise cible ne profite pas bien de ses avantages concurrentiels, mais ce phénomène est temporaire. Il faut donc, surveiller attentivement la compétitivité concurrentielle de la firme.

Dans le contexte actuel, une question se pose pour les investisseurs est « comment prendre des décisions dans un contexte d'incertitude? »

Dans le monde Extremistan, Taleb a dit que les investisseurs peuvent identifier un phénomène rare qui peut laisser de graves conséquences à l'entreprise cible en s'appuyant sur l'idée de la géométrie fractale proposée par Mandelbrot. Cependant, cette approche ne peut pas aider les investisseurs à identifier tous les événements de cygne noir dans leur processus d'investissement. Par conséquent, ils ne peuvent identifier un certain nombre de phénomènes en transformant le phénomène cygne noir en phénomène cygne gris et ils ne peuvent pas les éliminer complètement.

Aujourd'hui, nous devons identifier les éléments extérieurs affectant la valeur de l'entreprise ou, en d'autres termes, influençant la réputation de l'entreprise. Ce travail est très important pour les investisseurs afin d'avoir une vue exacte sur la méthode de gestion des risques de l'entreprise dans la turbulence. Selon Taleb, les investisseurs devraient déterminer la source des éléments extérieurs et évaluer leur impact sur les cours des actions au lieu d'évaluer la probabilité d'occurrence de ces événements et de prédire quand ils se produisent. Nous sommes totalement d'accord avec ce point de vue de Taleb. Cette approche fournit aux investisseurs une méthode de gestion des risques imprévisibles. Cela est très nécessaire dans le monde changeant actuel.

Selon Taleb, les éléments extérieurs sont souvent liés à des sujets auxquels l'entreprise cible s'intéresse ainsi qu'à des informations qui reflètent le fonctionnement de la firme. Nous pensons que ces éléments ont souvent un impact direct sur l'image ou sur la réputation de la firme. Par conséquent, ils ont également une incidence directe sur la valeur de l'entreprise ainsi que le cours des actions sur les marchés financiers.

En fait, les effets qui affectent les entreprises ont généralement deux principales tendances: une bonne ou une mauvaise. Dans certains cas, les investisseurs réalisent que l'entreprise cible peut avoir une reconnaissance et une évaluation positive (ou négative). Ces évaluations affectent souvent la décision des investisseurs quand ils considèrent l'entreprise cible. Elles améliorent l'évaluation sur l'entreprise cible en se basant sur une évaluation rationnelle ou elles peuvent aller à l'encontre de ces évaluations. Dans ce contexte, la question pour les investisseurs est : « Est-ce que les tendances identifiées ont un impact durable sur la réputation ou l'image de l'entreprise cible ? »

Pour répondre à cette question, nous pensons que les investisseurs doivent d'abord développer une méthode d'évaluation basée sur les tendances identifiées des parties prenantes de l'entreprise cible. Cette méthode peut se fonder en recourant à l'idée de la géométrie fractale de Mandelbrot ainsi qu'à la loi statistique de Zipfienne. Grâce à elle, les investisseurs peuvent connaître la tendance d'évaluation des parties prenantes de l'entreprise cible à un moment précis. Les investisseurs peuvent donc évaluer les changements de la tendance qui ont un impact sur la réputation ou sur l'image de l'entreprise cible pendant des périodes différentes. Nous allons présenter cette méthode dans la prochaine partie de la thèse. Rappelons-nous que la méthode de gestion des risques imprévisibles suggérée par Taleb se limite à minimiser les conséquences et les risques confrontés par les investisseurs. Selon cette méthode, les investisseurs ignorent plus facilement l'incertitude qu'ils jugent négative. Par conséquent, Taleb n'offre pas une approche de gestion des risques selon laquelle les investisseurs doivent vivre avec le risque lors de leur processus d'investissement. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent se référer à l'idée de la force de situation proposée par François Julien ou l'art de la guerre de Sun Tzu pour évaluer l'impact à long terme sur la réputation ou l'image de l'entreprise cible. Cette méthode sera présentée dans la partie qui propose notre modèle de soutien de décision d'investissement.

2.2.2 Statistique zipfienne : un outil indispensable pour gestion de l'imprévisible - la polarité

2.2.2.1 De la statistique Gaussienne à la statistique zipfienne

Lors d'une décision d'investissement de manière rationnelle, les investisseurs évaluent l'image ou la réputation de l'entreprise cible en fonction des indices prédéfinis. Selon cet argument, l'image est considérée comme une force motrice, quels que soient les facteurs psychologiques des parties prenantes ou l'aspect social. Par conséquent, les investisseurs gèrent des risques dans un environnement stable ou l'environnement Médiocristan. La gestion des risques est fondée sur une évaluation de la probabilité des événements qui peuvent se produire dans un environnement stable. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, cette probabilité se base principalement sur l'expérience et en fonction de la loi de Gauss. À ce point de vue, les observations dans le processus de gestion des risques s'articulent autour du Médiocre ; c'est-à-dire la probabilité d'un écart-type diminue plus rapidement (exponentiellement) lorsqu'on est loin du niveau normal. On peut se référer à l'exemple suivant avec le poids d'un homme afin de mieux comprendre la loi normale de distribution ou la loi gaussienne. En supposant que le poids moyen d'un homme est de 70 kg. En fait, nous pourrions observer les possibilités suivantes:

Pour l'homme qui a 5 kg de plus par rapport à la moyenne, le taux est 1 sur 5

Pour l'homme qui a 10 kg de plus par rapport à la moyenne, le taux est 1 sur 20

Pour l'homme qui a 20 kg de plus par rapport à la moyenne, le taux est 1 sur 50

Pour l'homme qui a 40 kg de plus par rapport à la moyenne, le taux est 1 sur 120

Pour l'homme qui a 50 kg de plus par rapport à la moyenne, le taux est 1 sur 1000

Pour l'homme qui a 60 kg de plus par rapport à la moyenne, le taux est 1 sur 1500

Pour l'homme qui a 70 kg de plus par rapport à la moyenne, le taux est 1 sur 4000

Pour l'homme qui a 80 kg de plus par rapport à la moyenne, le taux est 1 sur 7000

Pour l'homme qui a 90 kg de plus par rapport à la moyenne, le taux est 1 sur 10 000

Pour l'homme qui a 100 kg de plus par rapport à la moyenne, le taux est 1 sur 24 000

...

Pour l'homme qui a 110 kg de plus par rapport à la moyenne, le taux est de 1 sur 5.000.000.000.000.000

À travers l'exemple ci-dessus, pour la variable de la courbe en cloche de Gauss, nous trouvons que la probabilité diminue avec une vitesse plus grande lorsqu'on est loin du niveau normal. Selon cette évaluation, les phénomènes qui ont une faible probabilité de se produire seront sous-estimés ou ignorés par les investisseurs. Rappelons-nous que ces phénomènes rares proviennent généralement des facteurs psychologiques. Toutefois, selon l'évaluation des risques conformément à la loi gaussienne, il semble que les investisseurs ne s'intéressent pas aux facteurs psychologiques lors de l'évaluation des risques encourus. Alors, ils seront surpris par la bulle spéculative qui provient des facteurs psychologiques. Il semble donc que cette évaluation ne reflète pas l'examen des données relatives à l'image ou à la réputation de l'entreprise dans le contexte actuel.

Rappelons-nous que l'image de l'entreprise cible est reconnue comme un phénomène social caractérisé par l'échelle, tandis que l'évaluation décrite ci-dessus s'applique aux objets qui ne sont pas caractérisés par l'échelle. En effet, l'image ou la réputation de l'entreprise est vue sous l'ensemble des multiples points de vue différents des parties prenantes. Chaque partie prenante aura une évaluation différente sur chaque activité ainsi que sur l'image de l'entreprise cible. Ces évaluations peuvent être positives ou négatives pour l'image de l'entreprise. Rappelons-nous que chaque évaluation appartient à un groupe qui forme l'image de l'entreprise. Par exemple: l'évaluation des fournisseurs sur le paiement de l'entreprise cible. En outre, les investisseurs peuvent trouver des évaluations sur la capacité à payer ses dettes auprès des prêteurs ou la capacité à verser des dividendes aux actionnaires. La synthèse de ces évaluations aide les investisseurs à avoir une vision globale sur le secteur financier de l'entreprise cible. De même, les investisseurs peuvent trouver toutes les évaluations sur les autres aspects de l'entreprise cible (économique, social et environnemental). Enfin, l'évaluation synthétique de tous ces aspects constitue la réputation de l'entreprise. À partir de ces observations, l'évaluation synthétique est considérée comme l'ensemble des formes géométriques de Mandelbrot. En d'autres termes, l'image ou la réputation de l'entreprise est considérée comme l'ensemble des formes géométriques. Dans ce contexte, le phénomène de

bulles spéculatives apparaît non seulement sur les aspects financiers mais aussi sur les aspects sociaux - environnementaux.

En réalité, les bulles spéculatives se forment lorsque les parties prenantes, surtout les investisseurs, imitent les informations et les opinions sur le fonctionnement de l'entreprise cible fournies par les autres. Cette bulle d'investissement les met face à une incertitude (ou opportunités ou risques) dans leur processus d'investissement. Par conséquent, les investisseurs peuvent en bénéficier en développant une méthode visant à identifier les risques et les opportunités dans un environnement turbulent. En d'autres termes, ils doivent déterminer les origines des bulles spéculatives.

Rappelons-nous que l'idée imitée doit avoir la structure et le contenu de l'idée transmise par le langage. En réalité, certains citent presque toutes les idées des autres sans tenir compte de leur qualité et font leurs propres commentaires en se basant sur les idées originales. Cela entraîne une plus grande incertitude lorsque les investisseurs évaluent l'entreprise cible. Certaines idées sont imitées et répétées plusieurs fois tandis que d'autres idées sont moins mentionnées. Par conséquent, les idées qui sont imitées plusieurs fois auront un grand impact sur le secteur constituant la réputation ainsi que sur l'image générale de l'entreprise. À partir de ces observations, la réputation de l'entreprise suit une théorie appelée «avantage cumulatif». Selon cette théorie, les évaluations négatives (positives) sur les secteurs qui constituent la réputation de l'entreprise ou la réputation elle-même sont cumulatives.

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, avec le développement des nouvelles technologies de l'information, de la communication et de la mondialisation, l'imitation des informations se produit rapidement. En d'autres termes, ces effets font accroître les avantages cumulatifs. Cela permet d'accélérer la formation des bulles spéculatives. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent trouver clairement l'impact de la mondialisation sur la vie culturelle et économique ainsi que sur les facteurs imprévus à la réputation de l'entreprise cible.

Selon Taleb (2008), le précurseur de l'avantage cumulatif est une idée générale, « processus de distribution prioritaire ». Ce processus a inversé l'ordre chronologique, pas la logique. Dans le monde d'aujourd'hui, les investisseurs doivent également faire attention aux aspects sociaux de la connaissance (psychologie comportementale), plutôt à la dynamique de l'aléatoire social. Plus précisément, ils doivent reconnaître le comportement des parties prenantes concernant l'image de l'entreprise.

La loi de Pareto (80/20) reflète assez bien la répartition des biens dans une économie ou dans le processus de distribution prioritaire. Selon cette règle, Pareto a remarqué que 80% de la population italienne concentre sur 20% des terres du pays. Et donc 20% de la population représente 80% des terres de l'Italie. Ici, nous pouvons voir la grande différence dans la répartition des biens de la société. Cette loi est métaphorique. Ce taux peut changer, il n'est pas rigide. Dans le marché financier, nous trouvons le même phénomène dans la répartition des actions de l'entreprise cible. L'influence de certains grands investisseurs sur la valeur de l'investissement ainsi que sur l'image de l'entreprise est donc très grande sur le marché

financier. Rappelons-nous que cette règle s'applique non seulement sur le marché financier, mais aussi sur le marché des biens et services et pour les aspects sociaux -environnementaux. En d'autres termes, cette règle s'applique dans la majorité des phénomènes sociaux dont l'image ou la réputation de l'entreprise.

Dans le monde changeant d'aujourd'hui ou le monde Extremistan, la théorie du processus de distribution prioritaire a plusieurs applications. Elle peut être utilisée pour expliquer pourquoi le vocabulaire peut être concentré dans un petit nombre de mots (inégalité selon les langues). Cela a été vérifié par le linguiste George Zipf dans les années 40 qui en a tiré une loi empirique, nommée la loi de Zipf. Dans ce mécanisme d'inégalité de la langue, Zipf a dit que « plus on utilise un mot, plus on l'utilise facilement, alors, on emprunte des mots dans le dictionnaire personnel en proportion de son utilisation antérieure ». Ce raisonnement explique pourquoi parmi 60.000 mots dans la langue anglaise, il y a seulement quelques centaines de mots qui sont utilisés à l'écrit, et moins de mots apparaissent fréquemment dans la conversation. Selon ce raisonnement, les grands deviennent plus grands et les petits encore plus petits.

Alors, en évaluant la réputation de l'entreprise cible, les avis du groupe des parties prenantes qui ont un impact majeur sur l'image et la réputation de l'entreprise cible auront plus d'impacts et vice versa. Selon ce raisonnement, dans le processus d'investissement, les investisseurs doivent construire un système avec des critères prioritaires et des aspects structurels de la réputation de l'entreprise. Dans certains cas, les investisseurs apprécient souvent mieux les critères financiers que les critères économiques et sociaux dans leur processus d'investissement. Il semble que cette priorité ne change pas quand les investisseurs examinent la réputation d'une entreprise. Cette opinion semble cohérente avec celle de Mandelbrot : « la répartition approximative de la statistique (dans une certaine mesure) est conservée tout au long du rapport - le rapport est même ». Alors, le niveau de priorité pour les aspects structurels de la réputation de l'entreprise est également conservé dans le monde Extremistan.

Se basant sur l'idée de la distribution géométrique des formes de Mandelbrot et de la loi zipfienne, les investisseurs peuvent construire une approche de gestion des risques imprévisibles dans le contexte d'incertitude. Selon cette approche, ils ne savent pas quand ce phénomène se produira. Pourtant, les investisseurs peuvent connaître la source de cette incertitude en se basant sur le système de priorité des déterminants principaux qui forment la réputation de l'entreprise. Dans la plupart des cas, ces incertitudes figurent sous forme de la bulle spéculative à laquelle l'entreprise cible fait face. Comme nous avons mentionné ci-dessus, ces bulles spéculatives peuvent apparaître dans les secteurs qui forment la réputation de l'entreprise (secteurs financiers, économiques, sociaux et environnementaux). Se basant sur l'origine de ces bulles, les investisseurs peuvent estimer l'ampleur de leur impact sur la réputation de l'entreprise. Cela peut les aider à préparer les décisions d'investissement de façon efficace dans le contexte de turbulences.

Aujourd'hui, la réputation de l'entreprise est affectée sérieusement lors de l'éclatement d'une bulle spéculative. Cela pousse les investisseurs à trouver une méthode pour détecter les bulles spéculatives. Nous allons présenter cette méthode dans la prochaine section de la thèse.

2.2.2.2 La polarité : les méthodes de détection des bulles spéculatives avant leurs éclatements

En réalité, les parties prenantes peuvent initier la bulle spéculative en faisant des commentaires (positifs ou négatifs) afin de répondre à leurs objectifs personnels ou aux intérêts de leurs organisations. Avec le développement de l'Internet et l'impact de la mondialisation, les économies des pays, des régions sont reliées les unes aux autres. Dans cet environnement, certaines parties prenantes détiennent une intersection importante dans la relation en ce qui concerne les aspects financiers, économiques, sociaux et environnementaux. Ils ont dans leurs mains les informations importantes concernant le secteur auquel l'entreprise cible participe. Par conséquent, leurs avis sont imités facilement par d'autres parties prenantes, y compris les investisseurs, afin de réduire l'inégalité d'informations. Dans ce contexte, les investisseurs doivent déterminer tout d'abord si ces considérations peuvent entraîner la bulle spéculative. Cela leur permettra de confirmer ou infirmer les évaluations. Ils peuvent donc prendre des décisions d'investissement de façon adéquate à la situation en ce moment-là (acheter, vendre ou continuer à détenir).

Comme nous avons mentionné ci-dessus, les investisseurs rencontrent souvent des incertitudes imprévues dans l'environnement changeant d'aujourd'hui (Extremistan). Elles proviennent généralement du marché de niche et dans les marchés spécialisés secondaires. Selon Taleb, dans le monde d'aujourd'hui, le développement de l'Internet et la mondialisation permettent aux personnes spécialisées dans un secteur spécifique de trouver un public restreint et stable. Ils ont moins d'argent, de prestige et ils contrôlent une grande partie de la culture et du commerce, grâce au marché de niche et aux spécialités secondaires, alors ils peuvent exister à travers l'Internet. Ils peuvent télécharger les informations disponibles sur les moteurs de recherche sur Internet. Grâce à Internet et à l'impact de la mondialisation, ils peuvent bénéficier d'une propagation particulière. De même, ce raisonnement est appliqué dans l'évaluation de l'image et de la réputation de l'entreprise cible. Les commentaires concernant les éléments qui composent l'image et la réputation de l'entreprise cible peuvent se propager de façon aléatoire et cela provoque une bulle spéculative. Cette dernière peut affecter la réputation de l'entreprise cible. Dans ce contexte, les investisseurs se demandent également si ces considérations entraînent la bulle spéculative. La réponse aidera les investisseurs à confirmer ou infirmer les évaluations sur la réputation de l'entreprise d'une manière raisonnable. Cela les aide à préparer les décisions d'investissement dans le contexte d'incertitude.

En fait, il est très difficile pour les investisseurs de distinguer les deux types d'incertitudes mentionnées ci-dessus (incertitude factice et incertitude aléatoire) dans leur processus d'investissement. Selon Taleb, les investisseurs ne doivent pas distinguer ces deux types d'incertitude parce que l'incertitude, par nature, ne peut pas être déterminée. Dans ce contexte,

les investisseurs devraient examiner les incidences de cette incertitude qui affecte l'image et la réputation de l'entreprise. Dans certains secteurs, l'éclatement des bulles spéculatives a un fort impact sur l'image/réputation de l'entreprise cible. Rappelons-nous que les évaluations sur l'entreprise cible ont deux tendances principales (négative ou positive). Lorsque ces évaluations provoquent des bulles spéculatives, les commentaires positifs les conduisent souvent à des opportunités, tandis que les commentaires négatifs les mettent face aux risques. Par conséquent, il faut identifier les phénomènes émergents ou les jugements des parties prenantes susceptibles d'affecter l'image et la réputation de l'entreprise. En d'autres termes, les investisseurs doivent déterminer si l'évaluation des parties prenantes peut être transformée en bulle spéculative.

Il semble que ce travail est similaire à celui dans lequel on évalue les signaux faibles qui peuvent être transformés en signaux forts dans les secteurs où participe l'entreprise. Les difficultés rencontrées des investisseurs sont les changements qui n'ont pas lieu immédiatement, mais lentement et progressivement, et donc sont très difficile à détecter. Nous citons l'exemple de Taleb sur la dinde pour comprendre ce phénomène. Si nous n'alimentons pas la dinde et nous préparons pour en faire un plat, elle réalisera sa mort. Nous alimentons la dinde tous les jours, cela forme une perception ou une règle de vie. Elle pense qu'elle est alimentée par des gens sympathiques. Un jour, la dinde sera surprise par ces gens sympathiques. Cela la pousse à revoir ses croyances. Ce mécanisme est connu comme un phénomène de polarisation cognitive (biais cognitif) cité dans l'étude de l'information. Selon Heuer (1999), un biais d'information est défini comme « une erreur mentale causée par des stratégies de traitement simplifié de l'information ». En fait, les investisseurs sont souvent confrontés à ce phénomène dans leur évaluation de l'image/réputation de l'entreprise.

Dans le contexte actuel, nous nous intéressons à la dissonance cognitive. Alors, l'information enregistrée par un individu n'améliorera pas ses connaissances accumulées sur un sujet. Dans le processus d'évaluation de l'image/réputation de l'entreprise, les investisseurs peuvent recevoir de nouvelles informations. Ces informations peuvent avoir un contenu différent de ce qui est forgé par les analystes ou les investisseurs. Cela les entraîne au phénomène de la dissonance cognitive. Les analystes/investisseurs ne doivent pas enregistrer ces nouvelles informations afin de revenir à un état normal. En effet, ils auront du mal à reconnaître un texte qui ne confirme pas le raisonnement précédent jugé pertinent. Par conséquent, les investisseurs semblent avoir une forme d'aveuglement à la perception de signes émergents. Les investisseurs ont besoin de s'échapper du verrou cognitif, mentionné par Robson (2005). Dans le processus de collecte des commentaires des parties prenantes ou d'observation de l'image de l'entreprise, les investisseurs sont supposés avoir un état d'esprit ouvert à tout. Ils considèrent la possibilité de toutes les évaluations qui peuvent être transformées en une bulle spéculative. Cela semble être en dehors de l'intelligence humaine. Pour surmonter cette difficulté, les investisseurs peuvent se référer à des outils d'analyse textuelle automatique qui ont été développés sur la base du concept de polarité). La neutralité présumée de ces outils peut être considérée comme un moyen de surmonter des idées préconçues).

La polarité: Méthode d'évaluation des risques des signaux faibles (Méthode de détection de la formation des bulles spéculatives:

Les parties prenantes peuvent donner des évaluations concernant l'entreprise cible dans différents secteurs (financier, économique, social et environnemental). Les investisseurs peuvent recueillir ces évaluations par le biais de nombreuses sources différentes. Ces informations peuvent être trouvées sur le web, les réseaux sociaux, dans les thèses et les bases de données. Dans le contexte actuel, nous supposons que toutes les évaluations concernant la réputation de l'entreprise sont réunies sur une plateforme d'information synthétique. Dans cette plateforme d'information, on peut classer les évaluations des parties prenantes dans des modules avec des rubriques prédéterminés. Les investisseurs peuvent donc évaluer l'image de l'entreprise en fonction du sujet ainsi que du secteur. Enfin, ils peuvent synthétiser ces images pour déterminer la réputation de l'entreprise.

Simplement et généralement, nous allons examiner l'image d'une entreprise cible pour une partie prenante (par exemple le client). Les évaluations sur l'entreprise sont réunies sur un module prédéfini. Les investisseurs peuvent appliquer des algorithmes d'analyse textuelle pour détecter les interactions négatives ou positives. Cette méthode de mesure automatique a été développée sur la base du concept de polarité du texte. Il est également l'objet d'étude en linguistique computationnelle. Selon Boutin (2008), ces recherches étudient les émotions. Il déclare que « la notion d'émotion est contextuelle, les émotions n'étant pas perçues de la même manière dans l'espace et dans le temps ». Dans ce contexte, les investisseurs ont du mal à mettre ce phénomène dans la même équation en permettant à un ordinateur de saisir les émotions dans toute leur finesse. Pour évaluer la polarité, ils devraient simplifier la réalité complexe en représentant les émotions à travers un modèle qui restreint les dimensions possibles à un petit nombre plus facilement appréhendable. En fait, il ya beaucoup de recherches sur cette évaluation. Boutin (2008) a indiqué deux principaux aspects concernant les émotions décrites dans cette méthode:

« - La valence d'un terme concerne l'orientation positive ou négative de ce terme: typiquement « bon » a une valence positive et « mal » une valence négative.

- L'Activation permet de savoir si le terme engage vers l'action ou l'inaction. Typiquement « ennui » a une activation faible là où « dynamique » a une valeur d'activation forte ».

Ces deux aspects sont combinés ensemble pour former un cercle. Grâce à lui, les investisseurs peuvent identifier l'emplacement de chaque mot sur ces deux axes majeurs (Cowie et al 2000)

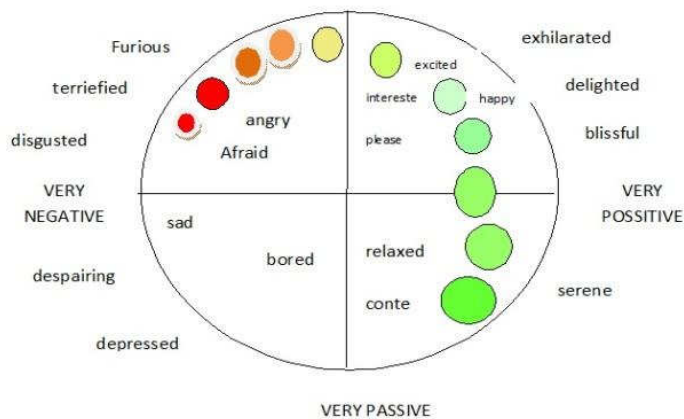


Figure 25 : le cercle des émotions d'après Cowie et al. (2000)

Cependant, nous croyons que les investisseurs ne s'intéressent qu'à la valence en évaluant l'apolarité dans l'évaluation des parties prenantes. En fait, les investisseurs peuvent recueillir les textes ou des discours présentés par un orateur. Lors du traitement des textes, les investisseurs peuvent utiliser facilement la méthode d'analyse textuelle automatique. Pour les discours présentés par une personne, outre les textes prononcés, les investisseurs doivent reconnaître l'intonation et l'expression sur le visage de l'orateur. Ces problèmes sont plus complexes. Cela exige une nouvelle technologie pour résoudre ce problème.

Dans ce contexte, les investisseurs doivent prendre en compte la valence d'un texte. Pour ce faire, ils peuvent se référer à la méthode décrite par Lacey (2005). Selon cette méthode, les investisseurs doivent suivre deux étapes principales.

Premièrement, ils doivent déterminer la polarité des mots et termes pour les textes enregistrés sur le module. Selon cette méthode, les investisseurs peuvent s'intéresser à certains types de mots et termes (adjectif, ponctuation, noms propres, ou tous les termes).

La méthode qualitative et quantitative est utilisée dans le calcul de la valence d'un mot. Dans une évaluation qualitative, les investisseurs évaluent les mots en se basant sur les critères positif, négatif ou neutre. En outre, les investisseurs utilisent également une évaluation quantitative pour avoir un résultat plus précis. Dans ce cas, le mot aura une valeur dans le continuum.

En fait, les investisseurs doivent comparer ces mots avec un dictionnaire de polarité pour déterminer la polarité des mots dans le texte. Actuellement, un certain nombre de dictionnaires de valence existent et sont utilisables. Ce sont le General Inquirer, le *Whissell's* dictionary of affect in language (Whissell, 1989), le dictionnaire proposé par l'université

Catholique de Louvain (Belgique). Le General Inquirer est connu comme un dictionnaire qui associe une mesure discrète de polarité de 4206 mots et termes en anglais. Tandis que le *Whissell's dictionary of affect in language* contient 8242 mots et termes. La polarité de ces termes est définie de façon continue. Outre les dictionnaires de polarité en anglais, nous devons aussi mentionner les dictionnaires de polarité dans la langue française. Un de ces dictionnaires est développé par le Comité de Psychologie de l'Université Catholique de Louvain. Ce dictionnaire fournit une liste de 5744 entrées ce qui correspond à 35459 termes non lemmatisés de la langue française. Pour développer ce dictionnaire, 30 juges ont évalué les caractéristiques de chaque mot sur une échelle de 7 points, dont la note (1), c'est déplaisant et la note (7), c'est plaisant. On peut trouver chaque terme de ce dictionnaire en se basant sur une mesure continue de sa polarité d'un ensemble de mots. Outre ces dictionnaires disponibles, les investisseurs ont également besoin de développer un dictionnaire de polarité spécialisé dans la finance. En effet, les investisseurs devraient s'intéresser aux évaluations des parties prenantes telles que les prêteurs, les investisseurs, les actionnaires quand ils évaluent l'image de l'entreprise en matière de finance. Ces objets donnent leurs opinions sur l'entreprise cible en matière de la finance. Dans certains cas, ils utilisent un vocabulaire spécialisé avec des jargons pour donner leurs commentaires sur l'entreprise. Il semble que ce vocabulaire n'apparaisse pas dans un dictionnaire de la valence. Alors, nous avons développé un dictionnaire de la valence spécialisée financière. Il comprend 2896 termes en finance et il est développé par des étudiants de finance de l'Université du Commerce de Hanoi. Actuellement, il n'y a aucun dictionnaire ni outil d'analyse textuelle en vietnamien. Pour résoudre cette difficulté, nous demandons aux étudiants de définir la valence pour les termes vietnamiens. Ensuite, nous traduisons ces termes de vietnamiens en français avec la valence correspondante. Dans ce dictionnaire, la nature de chaque terme est notée sur une échelle de (70) points, selon laquelle la note de (10) est très négative, la note de (70) très positive. Ces termes sont choisis et qualifiés continuellement pour que chaque terme spécifique ait une valence.

Une fois que chaque terme du corps a été qualifié, les investisseurs peuvent déterminer la valence du texte en agrégeant ces termes dans la deuxième étape. Pourtant, cette agrégation les oblige à maîtriser deux difficultés principales. Premièrement, ils doivent reconnaître les règles linguistiques sur la négation. Exemple: « je n'aime pas cette entreprise ». Cette phrase a une polarité négative. À travers la méthode, la polarité d'un terme peut être inversée lorsque celui-ci se trouve dans une tournure négative. Quant à la deuxième contrainte, on rend compte de certaines lexicales composées ayant une polarité différente des polarités des termes qui la composent. Par exemple: « avoir mangé son pain blanc ». Cette expression consiste à une polarité négative alors qu'aucun de ces termes n'a de polarité négative.

La méthode d'analyse de la polarité d'un texte peut être appliquée pour envisager les évaluations des parties prenantes sur l'image/réputation de l'entreprise dans le secteur où elle est impliquée. Les résultats de cette méthode permettent aux investisseurs d'évaluer le pourcentage de l'impact positif ou négatif sur l'image d'une entreprise dans un secteur. Pour illustrer cette approche, nous rappelons l'étude sur la polarité de Boutin, Pei, Buisson (2008) dans l'article « Veille d'image sur internet: enjeux, méthodes, limites ». Dans cette étude, les

messages sont recueillis sur un site de recommandations. Les auteurs ont appliqué ce type d'analyse sur un corpus composé de 49 interventions de la Caisse d'Épargne pendant la période du 1er Janvier 2007 au 20 Avril 2008. Cette mesure de polarité dichotomique fournit une vue complète et clarifiée sur la qualité de l'image/réputation de l'entreprise.

Selon les résultats, environ 80% des messages sont défavorables pour la Caisse d'Épargne. Cela reflète l'image très négative de la banque sur ce site, mais il faut expliquer les statistiques de façon prudente.

Quand un client reçoit un mauvais produit/service, il aura tendance à donner des commentaires négatifs sur le site de l'organisation. À l'inverse, un clientsatisfait exprime moins son humeur. Cela reflète précisément la mentalité des gens dans la vie.

En fait, les investisseurs sont aussi confrontés à ces considérations dans le processus d'évaluation pour leur investissement.

Les textes qui contiennent des critiques négatives laissent souvent des traces négatives dans la prise de conscience des clients potentiels de la banque. Dans ce contexte, l'émergence d'un biais cognitif amplifie facilement ce phénomène. Il faut noter que le biais cognitif est formé sur la base de la loi des petits nombres, étudiée par Tversky et Kahneman (1974). Cette loi, appelée également la loi statistique zipfienne, est la parodie de la loi des grands nombres (loi normale), très connue dans la statistique. Dans la loi des grands nombres, nous nous appuyons sur des mesures à partir d'un échantillon représentatif de la population pour tirer un principe à partir duquel nous pouvons l'appliquer pour l'ensemble de la population. Tandis que la loi des petits nombres (statistique zipfienne) est appliquée lorsque l'utilisateur a mal évalué la représentation de l'information exploitée et se trouve trop confiant aux conclusions tirées de l'information reçue à partir d'échantillon insignifiant. Cette mauvaise évaluation provient de l'assimilation de la simple répétition d'une même information comme la confirmation de celle-ci.

Dans le contexte actuel, les investisseurs doivent noter également le rôle de la configuration du site pour la formation de ce biais. Cela se trouve également dans l'étude de Boutin, Pei, Buisson (2008). Sur le site de recommandation de Ciao, les auteurs ont souligné que le nombre de réponses pour chaque thème) est important. Les réponses sont évaluées sur une échelle de 10 points. Cela fait augmenter la diversité des réponses. En outre, chaque intervention a environ 5 commentaires des autres utilisateurs. Dans ce contexte, les utilisateurs de ce site peuvent se ressentir l'appartenance à une grande communauté représentant les clients de la banque quand ils visitent ce site.

Dans le processus de l'investissement, les investisseurs devraient déterminer l'utilisation abusive de l'information en comparant la fréquence du signal reçu avec celle du signal émis. Dans le contexte actuel, certains biais dans la communauté des utilisateurs permettront d'amplifier rapidement les signaux. En outre, certains clients potentiels procéderont à appliquer le filtre de façon rationnelle (conscience de l'effet de miroir déformant du web par

exemple) ou subjective (dissonance cognitive) pour des informations négatives figurant sur le site. Lors de l'évaluation de l'image de l'entreprise, les investisseurs doivent noter un décalage entre la fréquence du signal négatif et la dangerosité pour l'image de l'entreprise. Cela leur permet d'avoir suffisamment de temps pour prendre de bonnes décisions d'investissement.

Pour détecter le biais cognitif dans la communauté des clients, les investisseurs peuvent utiliser une mesure quantitative du signal émis selon une logique diachronique. Cette mesure peut être comparée avec les concurrents dans l'analyse. Les investisseurs peuvent considérer une augmentation du signal négatif au fil du temps ou une analyse négative des concurrents comme un danger potentiel pour l'image de l'entreprise. Dans ce contexte, ils peuvent noter que l'identification des niveaux du danger signifie une décision neutre.

À partir de ces observations, les investisseurs appliquent des méthodes d'analyse de polarité non seulement pour les clients mais aussi pour les autres concurrents. Cette méthode permet de détecter précocement les incertitudes potentielles dans ce monde changeant. Ils peuvent donc avoir le temps de prendre des décisions d'investissement rationnelles.

Dans ce contexte, ce travail se transforme en une analyse des sentiments des parties prenantes de l'entreprise cible grâce à l'évaluation de la langue. Ce travail permet aux investisseurs d'évaluer le degré de polarité de l'entreprise cible. Nous allons présenter cette méthode dans la prochaine section de la thèse.

Section III: Intelligence financière et la force de situation

1 Approche traditionnel de la prise de décision rationnelle: L'application de l'analyse des matrices stratégiques dans l'évaluation d'investissement

1.1 Contexte

Dans le processus d'investissement, les investisseurs sont souvent extérieurs à l'entreprise cible. Ainsi, ils ont pour objectifs, d'évaluer des risques de défaillance et la capacité bénéficiaire de l'entreprise cible. Auparavant, les investisseurs se basaient sur les outils d'analyse et de prévision financières afin d'évaluer les perspectives de l'entreprise cible. La conception de ces outils s'appuie sur les hypothèses de la théorie de la finance de marché d'efficience. Dans ce contexte, les investisseurs considèrent l'entreprise cible comme un véhicule d'investissement. De plus, ces hypothèses les conduisent à penser que le prix des titres de l'entreprise cible reflète exactement sa valeur fondamentale. Ainsi, ils s'intéressent seulement aux risques systématiques mais sans tenir compte des risques spécifiques de l'entreprise cible. Par conséquent, ils ne prennent en considération que des informations financières, comptables de l'entreprise cible pour évaluer la vulnérabilité de la firme et sa capacité bénéficiaire. Néanmoins, cette évaluation semble ne pas refléter exactement la réalité dans le contexte actuel.

Comme nous avons mentionné ci-dessus, les investisseurs s'intéressent également aux phénomènes anormaux issus de tous marchés (marchés financiers, marchés réels) affectant le prix de titres ou la valeur de l'entreprise cible dans le contexte changeant. Ainsi, ils doivent tenir compte d'informations relatives aux anticipations sur l'évolution macro-économique ou sectorielle, à l'évolution prévisible de la demande adressée au marché sur laquelle elle écoule ses produits, à l'état et aux perspectives de la concurrence, à la qualité de la communication financière de l'entreprise cible, aux phénomènes techniques, aux tendances lourdes tenant l'histoire du marché. En outre, les perceptions des parties prenantes ou les informations relatives à l'image ou à la réputation de l'entreprise sont également prises en compte par les investisseurs lors de leurs processus d'investissement. Ces informations apparaissent non seulement dans la dimension financière de l'entreprise cible mais aussi dans celles économique, sociale, technologique et de l'image/ de la réputation de l'entreprise. En fait, les investisseurs les considèrent comme des matières premières afin de faire un diagnostic de l'entreprise cible au sein de tous les marchés (marchés financiers et marchés de biens et de services).

Ainsi, le hasard semble ne pas exister sous les yeux des investisseurs. A partir de cela, les investisseurs utilisent des données du passé concernant l'entreprise cible et ses environnement pour anticiper ses perspectives dans l'avenir.

Dans ce contexte, les investisseurs peuvent s'inspirer de la méthode de la mesure de performance globale afin de préparer leurs prises de décision. Cependant, il semble ne pas y avoir d'outils existants qui permettent de mesurer exactement la performance globale de l'entreprise cible. Dans ce cas, A.Renaud propose une approche de convention pour résoudre cette difficulté. Nous pensons que les investisseurs peuvent s'inspirer de cette approche afin de préparer leurs prises de décision. Dans cette approche, les investisseurs ont besoin de déterminer les indicateurs pour évaluer si la compétence de l'entreprise cible peut assurer l'engagement de dirigeants auprès des parties prenantes sur toutes les dimensions (financière, économique, technologique, sociale et environnementale). Il faut noter que les investisseurs ont du mal à prendre en compte les informations diffusées par les parties prenantes car ils doivent subir l'asymétrie d'informations et certaines de leurs contraintes. Cela les conduit à évaluer partiellement la performance globale de l'entreprise cible. Dès lors, les investisseurs doivent remettre en cause la méthode de l'évaluation de la valeur de l'entreprise dans le contexte actuel.

En réalité, le concept de performance globale a une relation stricte avec celui de la valeur de l'entreprise cible. Auparavant, la performance financière était considérée comme une mesure permettant d'évaluer la création de valeur de l'entreprise cible mais sans tenir compte d'autres éléments. Cependant, dans le contexte actuel, les éléments extra-financiers jouent un rôle important dans toutes les prises de décisions des investisseurs. Ainsi, la valeur de l'entreprise se compose de la valeur corporelle et celle incorporelle. La valeur corporelle est souvent mesurée par la performance financière, économique et technologique. Pendant ce temps, la valeur incorporelle consiste à celle de la marque et celle de la réputation de la firme. Ainsi, l'évaluation de la valeur créée de l'entreprise doit être évaluée par la mesure de la

performance globale. Cette mesure doit prendre en compte la valeur de la marque ainsi que celle de l'image/de la réputation.

Sous l'effet de la mondialisation et le développement de la nouvelle technologie de l'information et de la communication, les investisseurs se confrontent à l'explosion d'information. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent collecter les informations concernant les perceptions d'autres parties prenantes ou l'image/la réputation de la firme. Cela les aide à évaluer la valeur créée de l'entreprise cible en fonction de 3 dimensions principales : financière ; économique et technologique ; l'image/la réputation de l'entreprise.

En réalité, les investisseurs peuvent se rendre compte de l'interaction entre ces dimensions dans leur processus d'investissement. Cette interaction montre la dynamique de l'entreprise cible dans le contexte actuel. Autrement dit, elle reflète exactement la relation entre les acteurs au sein de l'entreprise cible (dirigeants, salariés, fournisseurs, créanciers, sociétés civiles, clients). Les investisseurs doivent évaluer si la mobilisation des ressources de l'entreprise cible peut s'adapter aux attentes et aux contraintes des parties prenantes sur trois dimensions principales (finance ; économie et technologie ; image/réputation). Cela reflète exactement la vision d'A.Renaud dans la mesure de la performance globale de l'entreprise cible. Il pense que : "«la performance globale peut alors être décrite comme une convention dans laquelle sa mesure résulterait d'une co-construction des règles et des individus qui y souscrivent. »

Néanmoins, en réalité, cette approche n'est pas encore mise en œuvre de telle façon que les investisseurs puissent évaluer la performance globale de l'entreprise cible. Dans un contexte changeant, les investisseurs ont intérêt à concevoir une méthode de la mesure de la performance de la firme pour évaluer sa valeur créée. Ainsi, ils peuvent s'inspirer de l'approche de convention proposée par A.Renaud. Par cette approche, les investisseurs peuvent effectuer un diagnostic stratégique afin d'évaluer les évolutions de l'entreprise cible et celles de son environnement sur plusieurs facettes d'évaluations. Cela les aide à évaluer la performance globale de l'entreprise cible ou sa valeur créée dans le contexte changeant pour préparer leurs bonnes prises de décision.

Pour comprendre mieux la mesure de la performance globale par l'approche de convention, il faut rappeler le processus de l'analyse stratégique de l'entreprise et ses applications dans le processus d'investissement des investisseurs.

1.2 La mise en œuvre de l'analyse des matrices stratégiques dans l'évaluation d'investissement

1.2.1 Rappel de l'analyse stratégique d'entreprise

Auparavant, les investisseurs avaient du mal à faire l'analyse stratégique de l'entreprise cible car ils demeuraient souvent à l'extérieur de l'entreprise cible. Donc, ils subissaient un effet de l'asymétrie d'information entre eux-mêmes et les parties prenantes pendant leur processus

d'investissement. Dans ce contexte, ils ne pouvaient que collecter les informations que les parties prenantes diffusent auprès du public. Ces informations étaient très difficiles à collecter sur les marchés financiers et les marchés réels (marchés de biens et de services) car elles ne sont pas souvent transparentes. Il semble que les investisseurs ne pouvaient que faire le diagnostic stratégique externe de l'entreprise. Ainsi, il leur était très difficile de faire le diagnostic interne de l'entreprise cible.

Aujourd'hui, avec le développement des nouvelles technologies de l'information et de la communication, les parties prenantes peuvent diffuser facilement les informations concernant l'entreprise. Donc, les investisseurs peuvent prendre en compte les nombreuses informations d'image de l'entreprise qui abordent les opérations de l'entreprise cible. Outre le diagnostic externe, cela aide les investisseurs à faire le diagnostic stratégique interne. Dans ce contexte, ils peuvent déterminer des incertitudes concernant l'entreprise cible ainsi que son environnement. A partir de cela, ils peuvent préparer leurs décisions de façon rationnelle.

Pour comprendre mieux l'analyse stratégique, nous avons intérêt à rappeler la démarche de l'analyse stratégique ou du diagnostic stratégique pour les investisseurs:

- La démarche de l'analyse stratégique ou du diagnostic stratégique.

A travers l'analyse stratégique, les investisseurs peuvent apprécier la capacité de l'entreprise cible pour s'adapter à ses engagements auprès de parties prenantes; aux attentes et aux contraintes de celles-ci dans toutes ses dimensions stratégiques. En général, l'analyse stratégique se compose de 2 aspects principaux: le diagnostic interne et le diagnostic externe (l'étude de l'environnement). Les investisseurs se basent sur le diagnostic externe pour déceler des occasions favorables et menaces pesant sur l'entreprise cible (les "menaces" et les "opportunités"). Pendant ce temps, le diagnostic interne procure aux investisseurs une vision claire sur les "forces" et les "faiblesses" de l'entreprise cible. Ce travail conduit les investisseurs à apprécier les atouts maîtres qu'elle peut faire valoir, les handicaps majeurs qu'elle doit surmonter, de façon générale, à délimiter le champ du possible. Enfin, ils ont tendance à confronter les caractéristiques propres à l'entreprise avec celles de l'environnement. Ce travail leur permet d'apprécier les opportunités et les menaces auxquelles les entreprises doivent se confronter sur les marchés de biens et de services. A partir de cela, ils peuvent bien préparer leurs décisions d'investissement.

En réalité, l'entreprise cible participe aux domaines d'activités différentes, aux dimensions diverses sur les marchés réels (marchés de biens et de services). Quant à chaque domaine d'activité et à chaque dimension, les investisseurs s'intéressent à évaluer l'évolution de l'entreprise cible au cours du temps. De plus, ils se focalisent à comparer cette évolution à celle des concurrences principales de l'entreprise cible. Pour ce faire, les investisseurs doivent mettre en œuvre l'analyse stratégique en se basant sur les évaluations d'opportunités, celles des menaces, celles des points forts et celles des points faibles de l'entreprise cible. Dans le contexte économique changeant, cette analyse stratégique devient de plus en plus importante car elle permet aux investisseurs de positionner l'entreprise cible par rapport à ses

concurrences principales dans le même secteur. A partir de cela, ils peuvent évaluer les risques spécifiques concernant l'entreprise cible.

Dans cette analyse stratégique, les investisseurs s'intéressent à évaluer l'évolution stratégique de l'entreprise cible, ses métiers, ses missions, le positionnement de ses activités par rapport à ses concurrences, les contraintes et les attentes des parties prenantes, ses ressources et la cohérence de sa stratégie avec ses ressources. A partir de cela, les investisseurs peuvent formuler les hypothèses de scénarios sur les opportunités ainsi que les menaces auxquelles l'entreprise doit se confronter. Sous les hypothèses de ces scénarios, les investisseurs manquent encore des informations pour confirmer le sens ou la tendance de changement environnemental de l'entreprise cible. Comme nous avons mentionné ci dessus, les investisseurs ont rencontré certaines contraintes (ressources humaines, temps, financiers...) pendant leur processus d'investissement. Dans ce contexte, ils doivent effectuer les choix d'investissement d'une manière de rationalité limitée (H.Simon, 1950). Dans cette méthode, ils feront les meilleurs choix jusqu'au moment quand ils se sentent "satisficing". Ainsi, les investisseurs doivent continuer à collecter des informations manquantes depuis l'extérieur pour valider des hypothèses de scénarios stratégiques. Ce travail s'inscrit dans une logique de surveillance continue des informations. Il faut rappeler que chaque information collectée permet de répondre de plus en plus aux besoins d'information définis par les investisseurs lorsqu'ils examinent les hypothèses de scénaris potentiels. L'ensemble des informations collectées constitue des traces pour que les investisseurs puissent confirmer l'hypothèse du scénario le plus compatible en combinant ces traces (signaux faibles). Cela les aide à prendre la décision d'investissement dans un contexte économique changeant.

1.2.2 L'approche des analyses de matrices stratégiques dans le processus d'investissement

Dans le processus de la prise de décision d'investissement, les investisseurs posent toujours une question «Doivent – ils investir les titres de l'entreprise cible ?". Pour répondre à cette question, ils doivent déterminer la performance globale de l'entreprise. Ce travail oblige les investisseurs à procéder à une analyse stratégique afin d'évaluer le développement de l'entreprise cible ainsi que celui de son environnement en fonction sur de nombreuses dimensions (financière, économique, technique, image, la réputation de l'entreprise). A partir de cela, ils peuvent évaluer si la capacité de l'entreprise cible peut répondre aux attentes ou aux engagements pour les parties prenantes. Cela les aide à préparer les décisions d'investissement de façon rationnelle.

Néanmoins, les investisseurs ont du mal à mettre en œuvre l'analyse stratégique dans leurs processus d'investissement. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, l'effet de la mondialisation et le développement de la nouvelle technologie de l'information et de la communication conduisent à la surcharge d'information. Dans ce contexte, les investisseurs semblent ne pas collecter toutes les informations et les traiter de façon pertinente pendant leur processus d'investissement. Cela dépasse la capacité intellectuelle humaine. Pour surmonter cette contrainte, les investisseurs doivent d'abord se référer à la théorie de la rationalité

limitée et au processus de la prise de décision d'experts proposé par H.Simon. Ce processus de la prise de décision leur procure une démarche appropriée dans laquelle les investisseurs sont considérés comme les experts de la prise de décision d'investissement. Dans cette perspective, ils prennent la décision d'investissement de façon plus sélective que les autres personnes moins expertes. En fait, les investisseurs, notamment les investisseurs institutionnels reposent seulement sur certains facteurs clés de succès lors de leur processus d'investissement. Cela les aide à prendre une décision d'investissement plus rapide et sans fatigue. Cette méthode est utile dans la plupart des cas où l'environnement d'investissement est changeant.

Dans ce contexte, les investisseurs posent une question : « comment peuvent-ils identifier les facteurs clés de succès ? ». Pour ce faire, ils se basent sur les indicateurs identifiés des matrices d'analyse stratégiques. En réalité, ces indicateurs sont souvent hiérarchisés dans leur processus d'investissement.

A travers ces indicateurs, les investisseurs se concentrent à déterminer quelles informations sont nécessaires pour construire ces matrices d'analyse stratégique. Une fois ces informations déterminées, ces dernières peuvent canaliser les informations caractérisées par un format défini, notamment la forme des tableaux de bord utilisée par les analystes ou les investisseurs. Cela les aide à formuler les scénarios hypothétiques lorsqu'ils envisagent l'entreprise cible. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent considérer les matrices stratégiques comme les outils d'aide à la décision.

En réalité, les investisseurs ont besoin d'évaluer l'entreprise cible sous deux aspects d'évaluation : l'évaluation interne et celle externe. Dans chaque aspect d'évaluation, les investisseurs peuvent rencontrer les matrices stratégiques différentes.

Après avoir formulé les évaluations concernant l'entreprise cible ainsi que ses environnements, les investisseurs peuvent s'appuyer sur les autres matrices stratégiques afin d'évaluer la cohérence d'un portefeuille d'activité. Cela les aide à évaluer les évolutions de l'entreprise cible sur ses marchés. A partir de cela, les investisseurs peuvent détecter les incertitudes auxquelles l'entreprise cible se confronte dans son domaine d'activité.

Il faut noter que l'entreprise cible peut s'exercer dans plusieurs domaines d'activité différents. Ainsi, les investisseurs auraient intérêt à évaluer la synergie entre les domaines d'activités stratégiques de l'entreprise cible dans leur processus d'investissement. Cela leur permettrait d'avoir une vision claire sur la performance globale de l'entreprise cible dans le contexte changeant d'aujourd'hui.

Voici quelques exemples des matrices stratégiques mises en œuvre dans le processus d'investissement :

A/ Matrice SWOT (forces, faiblesses, opportunités et menaces):

Elle permet aux investisseurs d'avoir une vision simplifiée sur l'environnement stratégique de l'entreprise cible à travers quatre éléments principaux (forces, faiblesses, opportunités et menaces). En réalité, cette matrice demande aux investisseurs de répondre à quatre questions principales : les deux premières questions concernent la compétence, la capacité stratégique de l'entreprise cible (positionnement, stratégie, réputation, etc.), les deux dernières questions concernent les évaluations des potentialités stratégiques relatives à l'environnement (facteurs clés de succès, innovations, rivalités, ruptures technologiques, tendances sociétales, etc.).

Les investisseurs utilisent ces indicateurs afin de chercher les informations concernant les opportunités, les menaces ; les points forts et les points faibles de l'entreprise cible. En réalité, pour utiliser cette matrice, les investisseurs supposent l'accès à des informations assez confidentielles dont la richesse et la fiabilité repose sur des sources multiples et essentiellement informelles (humaines).

B/ Diagnostic externe :

Matrice PESTEL :

A travers cette matrice, les investisseurs peuvent analyser l'environnement macroéconomique au niveau international ou national. Cela leur permet de prendre conscience des risques du pays ou des opportunités de l'accès aux marchés internationaux auxquels l'entreprise cible doit se confronter. Les investisseurs peuvent se référer à certains indicateurs afin de développer les tableaux de bord suivants :

Politique & géopolitique	Institutions régulatrices, presse, groupes de pression, fédérations syndicales, partis politiques, stabilité gouvernementale, corruption orientations politiques, politique fiscale, lois et réglementations, réseaux d'influence, commerce extérieur, politique d'intelligence économique, éducation nationale, enseignement supérieur et recherche, etc. Au plan géopolitique : stabilité des frontières, relations internationales, conflits passés, présents, potentiels, etc.
Economique	PNB, PIB, inflation, politique budgétaire, marchés financiers, systèmes bancaires et taux d'intérêts, contrôles et barrières douanières, politique monétaire, taux de change et fluctuations monétaires, stabilité économique, dynamisme industriel...
Niveau de vie, indice de pauvreté,	
...	...

Tableau 7 : Extrait d'un tableau type PESTEL pour l'analyse des données macro-environnementales.

Matrice de 5 forces – Porter.

Dans le cadre d'un diagnostic externe, les investisseurs utilisent la matrice de 5 forces concurrentielles de Porter (Professeur à Harvard), pour déceler les opportunités, mais aussi les menaces présentes dans l'environnement de l'entreprise. Ces outils leur permettent d'avoir une bonne visibilité sur la situation de la société et sur l'état du marché.

Elle s'appuie sur 5 forces qui déterminent la structure concurrentielle d'une industrie de biens ou de services :

- le pouvoir de négociation des clients,
- le pouvoir de négociation des fournisseurs,
- la menace des produits ou services de substitution,
- la menace d'entrants potentiels sur le marché,
- l'intensité de la rivalité entre les concurrents.

C/ Diagnostic interne :

Analyse de la chaîne de valeur et sources d'avantage concurrentiel

L'analyse de la chaîne de valeur aide les investisseurs à déterminer les robustesses et les points faibles de l'entreprise cible. Elle permet, d'une part, de formuler les évaluations sur les compétences et la capacité organisationnelle entre les fonctions de la firme ; d'autre part, de comprendre ses stratégies d'expansion. Pour ce faire, ils se reposent sur les 2 critères suivants: les activités principales et celles de support.

De ce fait, l'analyse de l'avantage concurrentiel a, pour objectif d'identifier les sources d'avantage concurrentiel en se basant sur les compétences clés de l'entreprise cible ou sur la capacité organisationnelle assurant l'interaction de ses fonctions et les relations de ses partenaires externes. En réalité, ces sources ou ces avantages concurrentiels sont évalués en termes de coûts ou de différenciations ou de meilleures coordinations.

D/ Analyser la cohérence d'un portefeuille d'activité

La matrice AD Litte

Outre les matrices BCG et Mc Kinsey, les investisseurs peuvent utiliser la matrice A.Little afin d'évaluer la cohérence de la valorisation des ressources, des compétences de l'entreprise cible et la dynamique de son environnement. A partir de cela, ils peuvent évaluer les incertitudes relatives à l'entreprise cible. En fait, cette matrice repose sur deux principales dimensions :

- La position concurrentielle de l'entreprise : Cette dimension aide les investisseurs à évaluer la force relative de la firme par rapport aux concurrents sur les principaux facteurs clés de succès de l'activité analysée. En général, ils peuvent classer la position de l'entreprise de

dominante à marginale (les évaluations intermédiaires étant fortes, favorable et défendable). Pour ce faire, les investisseurs doivent prendre en compte les deux principaux critères suivants : les atouts de l'entreprise par rapport à la concurrence (avantages significatifs et distinctifs) et la capacité de la firme à maintenir durablement sa position (avantages durables).

- Le degré de maturité de l'activité : Cette dimension s'appuie sur les quatre phases du cycle de vie : démarrage, croissance, maturité et déclin. Pour évaluer cette dimension, les investisseurs doivent se reposer sur les indicateurs suivants: le taux de croissance, le potentiel de croissance, la gamme de produits, le nombre de concurrents, la distribution des parts de marché, leur stabilité, la fidélité de la clientèle, la facilité d'accès au secteur et l'évolution technologique. A travers ces indicateurs, ils peuvent déterminer le niveau de risque sectoriel (critères: réglementation nouvelle, innovations technologiques, éclatement des marchés) et ses conséquences sur le développement de l'activité (variations, ruptures...). De plus, les investisseurs peuvent évaluer un lien entre le cycle de vie des activités et les liquidités générales, le besoin d'investissement et la rentabilité attendue.

En réalité, les investisseurs peuvent utiliser la matrice ADL pour formuler les évaluations stratégiques. Il faut noter que cette matrice est représentée sous la forme d'un graphique reprenant les deux axes : la situation financière et la situation stratégique de la firme. Dans ce contexte, ils peuvent identifier 4 cas susceptibles afin d'évaluer la cohérence de la prise de décision de la firme en se basant sur les équilibres financiers :

- Le développement naturel qui se traduit par la nécessité pour l'entreprise de suivre le développement du marché.
- Le développement sélectif qui incite l'entreprise à se focaliser sur sa gamme de production la plus compétitive
- La réorientation des activités (retournement) qui s'appuie sur les compétences détenues par l'entreprise.
- L'abandon pur et simple des activités.

Cette matrice présente une analyse stratégique très développée, avec la prise en compte du cycle de vie des activités et l'étude des différentes situations possibles. A partir de cela, les investisseurs peuvent se reposer sur certains critères (un arbitrage risque/rentabilité/croissance) afin de comprendre les conséquences pour l'entreprise cible de sa position concurrentielle. Dans ce processus, ils tiennent compte de l'avantage coût (longuement développé par la matrice BCG) mais également d'autres avantages tels que le progrès technologique, la qualité ou la notoriété. Dans ce contexte, les investisseurs se préoccupent d'intégrer la dimension technologique à la stratégie marketing de l'entreprise, en analysant l'impact des changements technologiques sur le positionnement stratégique des activités.

En général, cette méthode d'analyse est complexe à mettre en œuvre car les investisseurs doivent effectuer l'analyse sur des différentes situations. De plus, l'analyste propose ses évaluations de façon subjective lors de la sélection des critères, de la pondération et de la notation. Dans cette méthode, les investisseurs ne recherchent que les informations en se basant sur la vision de dirigeant de l'entreprise cible. Cela les conduit à ne pas avoir une vision objective sur l'entreprise cible dans le contexte actuel. Par conséquent, les investisseurs ne peuvent pas déterminer les incertitudes de l'entreprise cible sous les points de vue de plusieurs parties prenantes lors de la mise en œuvre de la matrice de ADL. Cela les conduit à sous-estimer, surestimer ou ignorer certains phénomènes qui sont considérés moins importants.

Dans ce contexte, les investisseurs doivent concevoir une méthode de l'évaluation d'incertitudes (risques ou opportunités) non seulement sur les dimensions financières, stratégiques de l'entreprise cible mais aussi sur son image/ sa réputation.

1.3 Les contraintes cette approche dans le contexte actuel

A travers l'analyse stratégique de l'entreprise, les investisseurs peuvent déterminer les objectifs intermédiaires, les dimensions d'évaluation, les critères d'évaluation, les indicateurs d'évaluation afin de mesurer la performance globale de l'entreprise cible. En se basant sur les aspects d'évaluations prédéfinis, ils peuvent collecter les informations sur l'entreprise cible et ses environnements. Cela aide les investisseurs à formuler les évaluations en fonction des facettes d'évaluation prédéfinies. A partir de cela, ils peuvent synthétiser toutes évaluations en vue de répondre aux objectifs intermédiaires dans l'évaluation de la performance de l'entreprise cible. Ce travail permet aux investisseurs de préparer leurs choix d'investissement de façon pertinente dans le contexte changeant.

Outre les avantages de cette méthode, les investisseurs doivent se confronter à certaines contraintes lors de sa mise en œuvre dans leur processus d'investissement. En premier lieu, ils ne vérifient pas la qualité d'informations ainsi que celle de sources d'informations collectées. Cette contrainte provient des limites de ressources des investisseurs (temps, humain, d'argent). Dans certains cas, plusieurs acteurs peuvent diffuser les informations manipulées concernant l'entreprise cible afin d'assurer leurs propres intérêts ou ceux que l'organisation leur confie. Cela les conduit à commettre des erreurs dans les facettes d'évaluation concernant l'entreprise cible. Comme nous avons mentionné ci-dessus, ces erreurs peuvent être accumulées dans le processus d'investissement. Par conséquent, l'effet de cette accumulation peut entraîner les investisseurs à surévaluer ou sous-évaluer l'entreprise cible. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent prendre les décisions irrationnelles dans leur processus d'investissement.

En deuxième lieu, à travers cette méthode, les investisseurs semblent se focaliser sur les indicateurs d'évaluation, les critères d'évaluation et les dimensions d'évaluation et les objectifs intermédiaires afin de rechercher les informations et d'évaluer la performance globale de l'entreprise cible. Ainsi, ils se focalisent seulement sur ce qu'ils connaissent bien

lors de l'évaluation de l'entreprise cible. Cette méthode conduit les investisseurs à ne pas collecter et exploiter toutes les informations disponibles sur l'entreprise cible et son environnement. Par conséquent, ils sont susceptibles d'ignorer des phénomènes externes (par exemple : les éléments psychologiques) qui peuvent avoir un impact fort sur la performance globale de l'entreprise cible. Comme nous avons mentionné ci-dessus, dans le contexte actuel, ces phénomènes apparaissent non seulement aux marchés financiers mais aussi aux marchés réels (marchés de biens et de service). Par conséquent, les investisseurs peuvent rencontrer plusieurs risques imprévisibles lors de l'application simple de l'analyse stratégique dans leur processus d'investissement.

En troisième lieu, cette méthode ne tient pas compte de l'actualisation d'information. A partir de cela, les investisseurs peuvent ignorer la dynamique des activités de l'entreprise cible ainsi que celle de ses environnements. Cela les conduit à ignorer certaines incertitudes dans la réalité.

Enfin, dans le contexte actuel, les investisseurs ne prennent pas toutes les décisions d'investissement de façon rationnelle. Ainsi, cette méthode peut les conduire à ignorer certains phénomènes psychologiques affectant les prises de décisions des investisseurs sur les marchés financiers et ceux réels. Par conséquent, ils peuvent commettre des erreurs dans leur processus d'investissement.

A partir des contraintes ci-dessus, les investisseurs devraient remettre en cause la méthode de mesure de la performance globale de l'entreprise cible dans le contexte actuel. Dès lors, l'approche de l'intelligence financière et la méthode de la gestion de risques imprévisibles sont considérés comme les outils appropriés qui permettent aux investisseurs de résoudre ces contraintes. Cela les aide à prendre la décision d'investissement de façon rationnelle. Cette méthode sera présentée dans la partie suivante de notre thèse.

2 L'intelligence financière : Un système de renseignement financier pour les investisseurs institutionnels

2.1 Le processus de réflexion des investisseurs institutionnels

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, nous pouvons considérer l'Intelligence financière (IF) comme une méthode synthétisant de nombreuses techniques différentes, et organisée de façon systématique qui permet aux investisseurs institutionnels, en particulier à la société de gestion de fonds, de collecter les informations relatives à l'entreprise cible et à son environnement, de les vérifier, de les exploiter, de les synthétiser et de prendre des décisions. Par conséquent, elle aide la société de gestion de fonds, en particulier leurs gérants de portefeuilles, à déterminer les risques ou les opportunités d'investissement pendant l'évaluation de l'entreprise cible. Cependant, une question toujours se pose : "Comment l'IF applique-t-elle dans le processus d'investissement des investisseurs institutionnels, en particulier de la société de gestion de fonds? »

En fait, les décisions des gérants de portefeuilles se basent souvent sur les informations, les opinions collectées et exploitées par leurs collègues qui ont appliqué étapes du processus de l'IF en utilisant différents outils techniques. Dans ce contexte, l'IF ne peut pas être identique par une démarche, une méthode lorsque les gérants de portefeuilles prennent des décisions d'investissement.

Dans l'approche «Intelligence Financière», nous pensons que le système de prise de décision d'investissement de la société de gestion de fonds est souvent développé en s'appuyant sur deux approches principales:

- Méthode d'exploitation de l'information développée sur la base du Cycle de renseignement, proposée par F.Jakobiak.
- Méthode de prise de décision basée sur le modèle cognitif ou le modèle de prise de décision de Simon (IDC ou IMC).

Ces deux méthodes seront séparément abordées dans le reste de notre thèse. Cependant, elles ont souvent une relation intime avec l'autre et se fondent sur les uns aux autres. En effet, la méthode de prise de décision ne peut être que conçue en se basant sur un traitement de l'information, et le traitement de l'information n'a de sens que dans la méthode de prise de décision.

L'approche IF est utilisée pour la prise de décision dans le processus d'investissement d'une société de gestion de fonds : la phase conceptuelle de l'évaluation d'investissement pour une entreprise cible. Grâce à cette méthode, ces acteurs peuvent disposer des méthodes, des outils organisés de façon systématique pour trouver des informations utiles concernant l'entreprise cible et son environnement. En outre, ils peuvent exploiter ces informations, les vérifier et faire des évaluations pertinentes sur la performance globale de cette dernière dans le passé, au présent, ainsi que faire des anticipations stratégiques concernant son développement. Dès lors, les sociétés de gestion de fonds, en particulier les gérants de portefeuilles, peuvent réduire les contraintes auxquelles ils pourraient faire face (temps limité, argent, main-d'œuvre ...) ainsi qu'améliorer l'efficacité économique et technique dans leur processus d'investissement.

L'IF fournit également à la société de gestion de fonds une référence sur le processus de décision d'investissement lorsqu'elle considère si la capacité de l'entreprise cible et sa capacité à mobiliser les ressources peuvent répondre aux attentes, aux contraintes de ses parties prenantes. Selon cet argument, la société de gestion de fonds développe une étude de faisabilité brève et moins coûteuse mais y compris les notes complètes à la première étape. Cette étude est basée sur la définition des besoins d'informations de la société de gestion de fonds au sujet de l'entreprise cible, les vérifications et les synthèses (ses forces, ses faiblesses, sa capacité, sa capacité de transformer des ressources, les engagements des dirigeants), ainsi que sur les évaluations de son environnement (les contraintes, les attentes des parties prenantes, les opportunités et les menaces). En d'autres termes, cette étude est développée sur

la base du système d'information d'affaires de la société de gestion de fonds et les évaluations des risques d'affaires relatifs à la performance globale de l'entreprise cible.

Ici, le risque pour les investisseurs est connu dans une boucle de l'ensemble des connaissances: collecter, organiser, intégrer et réutiliser. Ce point de vue semble correspondre à la méthode d'évaluation des risques qui a été mentionnée par Blanc Alquier et Tignol Lagasse (2007) et Taleb (2008).

Selon ces deux approches, nous croyons que l'IF est souvent codifiée par 3 principaux composants attachés ensemble. Dans ce système, les acteurs de la société de gestion de fonds sont impliqués dans la mise en œuvre de l'IF, dans un processus de l'IF et dans un système d'information de l'IF.

Trois principaux éléments sont les intrants, le processus de transformation de la connaissance et les extrants. En premier lieu, les intrants correspondent aux questions décisives à déterminer lorsque la société de gestion de fonds évalue l'entreprise cible. En deuxième lieu, le processus de transformation de la connaissance correspond à la transformation des informations brutes en celles développées et la création du sens de ces informations. Cette étape permet à la société de gestion du fonds de construire des scénarios hypothétiques. Enfin, les extrants correspondent à la synthèse des précieuses connaissances générées par le système d'IF qui permet à la société de gestion de fonds, en particulier aux gérants de portefeuilles, de prendre des décisions d'investissement pertinentes.

Le tableau ci-dessous nous montre les éléments constituant l'Intelligence financière et leurs relations: le processus de l'IF, les acteurs de l'intelligence financière et le système d'information pour les investisseurs.

	Numéro	Le processus d'intelligence financière	Les acteurs
Investigation	1	Identification et explication du besoin d'informations des investisseurs/ des décideurs	Décideurs – Veilleurs (Traqueurs)
	2	Recherche et collecte d'information Identification et validation des sources d'informations disponibles	Veilleurs (Traqueurs)
		Formulations des questions concernant l'entreprise cible	Veilleurs - Décideurs
		Le gisement d'information	Veilleurs (Traqueurs)
	3	Validation d'information	Veilleurs (Traqueurs)
	4	Diffusion d'information	Animateurs/Veilleurs
Conception	5	Recueillir les signaux faibles	Veilleurs (Traqueurs)/Analyste
	6	Appréciations – Créer du sens entre les signaux faibles	Analyste/ Veilleurs (Traqueurs)
	7	Identifier les ruptures des signaux faibles et présentations des informations stratégiques pertinentes	Analyste/ Veilleurs (Traqueurs)
Décision	8	Collecter et synthétiser tous les scénarios potentiels	Experts
	9	Hiérarchiser tous les scénarios	Experts/ Décideur
	10	Confronter les scénarios – Prise de décision – Choix d'action	Décideur

Tableau 8 : Processus de l'Intelligence financière et les acteurs

2.2 Les composants d'un système d'intelligence financière ou d'un système de renseignement d'investissement

2.2.1 Méthode globale de l'exploitation d'information dans le cycle de renseignement financier

Dans le processus d'investissement, les investisseurs, notamment la société de gestion de fonds s'intéressent non seulement à choisir une posture d'analyse mais aussi à concevoir un modèle méthodologique adapté à la problématique. A chaque situation d'analyse, ils ont un degré de priorité différente. Ainsi, ce travail nécessite une hiérarchie spécifique en se basant sur l'objectif à atteindre. D'ailleurs, ils se focalisent également sur la création de sens pour la problématique à laquelle ils doivent se confronter. Cela est montré par Frion (2009) : "Nous ne sommes plus une situation d'analyse récurrente de l'information mais plutôt dans une résolution de problème ponctuel"

Dans ce contexte, les investisseurs nécessitent de développer une méthodologie dans laquelle l'exploitation d'information est considérée comme un processus dynamique global. Ce travail ne consiste pas à une simple étape de production de connaissances, mais bien à une approche englobant l'ensemble du projet de connaissance afin de résoudre un problème informationnel dans le cadre d'une logique décisionnelle. Par exemple : les informations anticipatives, les éléments de l'alerte précoce, les évaluations. Cette méthode relève l'interdépendance entre les acteurs, pratiques, méthodologies et techniques. De plus, elle permet aux investisseurs d'avoir une vision d'ensemble sur une problématique et de piloter le dispositif en temps réel.

Cette méthode doit prendre en compte les principes suivants :

- Une approche globale : L'exploitation est strictement intégrée à la démarche d'identification d'information, de recherche, de collecte, de traitement et de synthèse. Elle s'inscrit dans la démarche stratégique et intervient de l'amont à l'aval du processus de construction de connaissance. A travers cette méthode, les investisseurs peuvent prendre de la hauteur par rapport à ce que l'on considère comme un processus de production de connaissance. Il faut noter que chaque étape de ce processus est intégrée dans ce que l'on peut considérer comme un système sociotechnique. Le responsable du dispositif, nommé un superviseur/manager, est en charge de surveiller et de piloter le système.
- Une approche individuelle et collective : Dans la société de gestion de fonds, l'analyse consiste autant à une activité individuelle que collective. Elle ne peut pas être réalisée par un analyste en titre. En fait, les décideurs (les gérants de portefeuille) sont considérés comme les analystes. Au plan individuel, face à une problématique, chaque analyste doit disposer des capacités cognitives (intelligence) ainsi que ses connaissances et/ou son expertise (expérience). En outre, le plan collectif oblige la société de gestion de fonds à mettre en synergie une variété de compétences autour d'une problématique.
- Un dispositif centré client : cette méthode prend en considération le décideur comme le client/consommateur de la connaissance produite, en même temps que son producteur.

- L'animateur d'information – connaissances : Cette méthode exige à l'animateur de piloter le dispositif et la séance de travail collective. De plus, il doit assurer l'interface entre son équipe et le décideur (le gérant de portefeuille).

La méthode globale est développée en se basant sur le principe de la feuille de route qui définit en amont l'ensemble de l'activité de résolution du problème. Cette méthode aide les investisseurs à incarner le projet d'investissement dans son ensemble : définition du besoin d'information des investisseurs ; identification des sources d'informations ; recherche et collecte d'informations ; interprétation et appréciation d'informations ; formulations des indicateurs de connaissances nécessaires ; plan de recherche et indicateurs de progression ; format du livrable et destinataires du produit.

2.2.1.1 Acquisition

1. Définir les besoins d'informations des investisseurs

En réalité, les investisseurs ont des difficultés à collecter toutes les informations relatives à l'entreprise cible. Ils ne peuvent que collecter des informations ou des sources d'informations sur un certain nombre de secteurs auxquels cette dernière participe et certains types d'informations.

Dans ce contexte, les investisseurs peuvent prendre en compte quelques éléments de la méthodologie de recherche en sciences humaines pour déterminer leurs besoins d'informations. Selon cette approche, une définition précise de l'objectif met en évidence les limites des connaissances acquises (le point minimum d'incertitude). Dans ce contexte, certains indicateurs permettent de définir ces limites au-delà desquelles la recherche laisse la place à la décision.

La définition des besoins d'informations ou des sous-objectifs découle de la problématique portant sur l'entreprise cible aux yeux des investisseurs. Ce travail consiste à une phase de réflexion et de dialogue entre le décideur et l'analyste au sein d'une société de la gestion de fonds (investisseur institutionnel). Cela permet au décideur d'identifier et formaliser leurs incertitudes sous forme de questions appelant des réponses concrètes.

Toutefois, les investisseurs, notamment les investisseurs institutionnels, doivent prendre en compte certaines difficultés dans cette étape. Premièrement, ils ne peuvent pas déterminer avec précision un besoin spécifique, bien que le domaine d'évaluation soit bien déterminé. Deuxièmement, au sein des investisseurs institutionnels, les décideurs doivent avoir besoin d'aide pour déterminer les questions qu'il juge fausses et sans solution pour les résoudre.

Pour résoudre ces difficultés, il faut avoir des méthodes qui permettent aux investisseurs institutionnels, en particulier aux décideurs, de chercher et de déterminer leurs besoins:

Premièrement, les investisseurs peuvent trouver les méthodologies pour déterminer les besoins d'informations dans des recherches en gestion. Par conséquent, ils peuvent se référer aux matrices d'analyse stratégique pour poser de bonnes questions. Ils peuvent s'appuyer sur la matrice des forces concurrentielles tirée de l'ouvrage de Porter pour construire une cartographie synthétique. Dès lors, les investisseurs peuvent déterminer plus précisément leurs besoins d'informations.

En outre, les investisseurs peuvent prendre en compte une autre approche via «Intelligence Compétitive». Cette approche peut les aider à définir la liste des questions à poser, en se basant sur « Key Intelligence Topics de Hering (1999) » pour déterminer les dimensions à évaluer. Ici, ils peuvent les diviser en trois types de questions: Décision et action stratégiques, Alerte, qui se déclinent en questionnaire généralement :

Dans la première approche, si les analystes s'appuient principalement sur les indicateurs des analyses de matrice stratégiques pour rechercher informations, ils sont susceptibles de perdre certaines informations concernant l'entreprise cible. En effet, les matrices stratégiques BCG et ADL semblent prendre en considération seulement les facteurs financiers, économiques, sans prendre en compte l'image /la réputation de cette dernière (facteur social) pour évaluer l'entreprise cible de façon complète. Dans ce contexte, les décideurs ne doivent que définir les critères d'évaluation liés à cette dernière pour favoriser le travail des analystes. Cela aide les décideurs à déterminer leurs incertitudes sous forme de questions pour avoir des réponses pertinentes.

La deuxième approche permet aux décideurs au sein des investisseurs institutionnels d'identifier leurs besoins d'informations, grâce aux techniques d'élicitation. En fait, les analystes utilisent un guide d'entretien semi-directif pour donner des questions. Cette approche permet aux décideurs d'élargir leurs connaissances d'informations sur l'entreprise cible et de créer une relation identique entre ces derniers et les analystes.

A partir de ces observations, l'identification des besoins d'informations devrait être déterminée dans chaque domaine d'activité de l'entreprise cible. En outre, les investisseurs devraient déterminer leurs besoins d'informations relatifs à l'entreprise cible en s'appuyant sur un guide d'entretien semi-directif. Ce dernier présente les principaux critères d'évaluation ou les éléments clés basés sur les analyses stratégiques liées à l'entreprise cible et à son environnement. Cela aide les décideurs à définir leurs besoins d'informations nécessaires sur l'entreprise cible, sans trop s'appuyer sur les indicateurs spécifiques. Dès lors, ils ne rencontrent pas les risques liés à l'omission des informations utiles dans leur processus d'investissement. Il faut noter que, les problèmes ou les besoins des décideurs doivent être hiérarchisés. A partir de cela, les analystes pourront identifier pertinemment les problèmes ou les besoins d'informations des décideurs.

2. Recherche et collecte d'information:

A, Identification des sources informationnelles.

Après avoir défini les besoins d'informations ou les problèmes de l'entreprise cible, les investisseurs doivent identifier les sources d'informations disponibles concernant cette dernière. Ce travail exige les analystes ou les veilleurs de définir correctement les besoins d'informations de décideur au sein de la société de la gestion de fonds (investisseurs institutionnels) ou la problématique portant sur l'entreprise cible. Pour ce faire, ils doivent effectuer deux étapes suivantes :

1, Pour chaque problématique ou chaque besoin d'information donnée, le veilleur ou l'analyste doit définir la typologie de sources d'information.

2, Une fois cette typologie d'information de sources plus ou moins précisément établie, le veilleur ou l'analyste doit mettre en œuvre une stratégie de sourcing afin d'identifier précisément les sources qu'il lui faudra surveiller.

Dans la réalité, la stratégie de sourcing demande aux investisseurs, notamment à la société de gestion de fonds d'avoir une hiérarchie des problèmes ou des besoins d'informations pour éviter la dispersion superflue.

- Comment établir une typologie de sources ?

Pour définir les typologies des sources utiles sur une problématique de veille, les investisseurs doivent noter que cette dernière sera probablement amenée à évoluer au fil du temps. En fait, le processus de veille est un processus itératif. Les problématiques initiales de veille évolueront sensiblement ou radicalement en fonction des résultats ou des variations de l'environnement politique, sociétal et juridique.

Les investisseurs peuvent poser les questions suivantes pour choisir les types de source à mettre en surveillance dans leur processus d'investissement:

- Quelle est la criticité de la décision à prendre ?
- Qui peuvent être les détenteurs de l'information dont le décideur a besoin ?
- Quel est le niveau de fiabilité de la source ?
- Quel est le délai dont l'analyste dispose avant d'identifier l'information ?

Pour répondre à ces questions, les investisseurs doivent développer une méthode de qualification des sources d'informations. Nous allons présenter cette méthode dans le quatrième chapitre de notre thèse. Grâce à ce travail, les investisseurs peuvent éviter l'omission d'information et les informations inutiles dès le début. Cela leur permettra d'éviter l'accumulation d'erreurs ou les incertitudes dans leur processus d'investissement.

- Comment partir à la recherche de sources ?

Tout d'abord, l'analyste doit commencer à effectuer la recherche interne en interrogeant les sources d'information suivantes :

- les banques de liens du service documentation, intranet,
- les services à priori les plus concernés par le sujet,
- La collecte de favoris Internet référencé chez certaines personnes clés.

A travers la première phase, l'analyste collecte des sources utiles car préalablement qualifiées par un individu concerné par le sujet voire expert. Outre des sources d'information informelle, il peut s'intéresser à identifier des experts sur un sujet, des référents, des relais d'information qui doivent être considérés comme une source importante d'information.

En deuxième partie du sourcing, l'analyste doit effectuer la recherche à partir d'internet ce qui permettra d'identifier des sources d'information sur internet mais aussi des sources hors-lignes : revues spécialisées, personnes ressources.

En dernière partie du sourcing, l'analyste peuvent rechercher à partir des renseignements. La collecte de ces derniers est plus difficile à définir d'abord, à organiser ensuite. Néanmoins, elle est vitale dans le processus d'investissement. Pour ce faire, l'analyste rencontre les autres observateurs qui forment l'appoint, des institutionnels des services d'information documentaire. Il s'agit des cadres, techniciens, commerciaux ou agents de maîtrise qui, par leur fonction dans la société, sont amenés à avoir des contacts intéressants avec l'extérieur, soit parce qu'ils voyagent soit parce qu'ils reçoivent. D'ailleurs, en dehors des renseignements, l'analyste s'intéresse également à effectuer la recherche sur les réseaux de renseignements, qui alimente le réseau des groupes d'experts en information publiée, complétée par le réseau des autres observateurs. Ces derniers sont les correspondant chargés de collecter les renseignements (captés dans les contacts avec les fournisseurs, les clients, les concurrents...) et de les transmettre, sous une forme adaptée, à l'animateur du groupe d'experts auquel ils sont affectés.

B. Formulation des questions (Construire les indicateurs à partir des sources disponibles) :

En réalité, l'entreprise cible s'exerce dans plusieurs domaines d'activités stratégiques différents. Il est indispensable d'abord, pour l'analyste et le décideur de prendre considération l'entreprise sous chaque domaine d'activité stratégique. Ensuite, ils peuvent synthétiser ces évaluations pour évaluer la performance globale de l'entreprise cible.

Aujourd'hui, l'explosion d'information conduit les investisseurs à ne pas exploiter toutes les informations ou les flux d'informations concernant l'entreprise cible à cause de leurs contraintes propres (temps, d'argent, ressources). Cela rend difficile la prise de décision au sein de leur processus d'investissement. Dans ce contexte, ils peuvent se référer à l'idée « rationalité limitée » de Simon et notamment son processus de la prise décision de façon experte afin de préparer leurs décisions d'investissement. De ce raisonnement, l'analyste au sein d'une société de gestion des fonds doit identifier certains indicateurs principaux pour formuler les évaluations concernant l'entreprise cible à travers les sources d'information identifiées. Pour ce faire, il peut se référer à l'analyse des matrices stratégiques de l'entreprise

cible (diagnostic stratégique). En outre, il doit proposer une hiérarchise des indicateurs identifiés pour faciliter la recherche d'information.

En fait, les indicateurs identifiés permettent à l'analyste de définir les éléments de connaissance nécessaires à la construction d'une représentation susceptible. A partir de cela, il peut éclairer les aspects d'évaluation relatifs à l'entreprise cible.

F.Bulinge montre l'exemple d'indicateurs pour le diagnostic stratégique d'un programme de formation en intelligence économique. Dans le code couleur retenu est : bleu (situation optimale), vert (bon), orange (limite), rouge (insuffisant).

A partir des facteurs clés de succès identifiés dans ce domaine d'activités ou des besoins d'informations du décideur, l'analyste se base sur chaque indicateur pour construire un ensemble de questions posées en amont. Par exemple, on peut trouver certains indicateurs marketing comme ci-dessous :

Diagnostic marketing	
Marque	La marquee de l'école est-elle reconnue par la profession ? Par les entreprises ? Par les étudiants ? Par le ranking ? Quels sont les labels et accréditations de l'école ? Quelle est la réputation de programme et de la marque sur l'internet.
Communication	Quelle est la stratégie de communication institutionnelle de l'école ? Quelle est la visibilité/activité (grand public, pros IE, économiques, étudiants) ? Quelle est la visibilité internet (référencement) ?
Marketing	Quelle est la stratégie marketing? Comment s'organise le mix marketing?
International	Quelle est la visibilité internationale ? La formation reçoit – elle d'estudiants étrangers ? Communiquez – vous en anglais ?
Attractivité	Nombre de prospects et de candidatures spontanées ?

Figure 26 : Elément constitutive de l'indicateur marketing (Bulinge, 2012)

A travers les questions posées, l'analyste peut trouver les axes de recherche d'information. Ensuite, ces dernières peuvent être déclinées en éléments mesurables soit en valeur absolue soit comparativement à d'autres formations. En outre, l'analyste peut utiliser la technique de brainstorming pour faciliter l'émergence d'un questionnement original (principe de sérendipité). Enfin, l'analyste peut tenir compte des données d'un problème afin d'en comprendre la structure et de maîtriser la construction de connaissances. Cela permet de compenser les éventuels manques du décideur par des représentations personnelles de la bonne décision à prendre.

C. Le gisement d'information.

Après avoir formulé les questions relatives à l'entreprise cible, l'analyste a intérêt à interroger les informations à partir des sources d'information disponibles et identifiées.

Selon F.Bulinge, ce travail exige aux investisseurs de tenir compte de deux principes suivants :

1. Chaque problématique détermine la nature des sources.
2. Les gisements d'information dépendent de la nature de cette information.

Problématique et sources:

Pour répondre à des questions posées, l'analyste doit prendre en compte le principe de gestion des sources et des capteurs au sein de ses services de renseignement. Cela lui permet de cibler intelligemment les ressources et gisements informationnels susceptibles d'apporter une réponse à la problématique.

En réalité, l'analyste nécessite de trouver un angle d'attaque et un point d'accès pour dérouler son processus de l'interrogation d'information.

Interrogation d'informations :

Dans le processus de l'interrogation d'informations, l'analyste se confronte souvent aux typologies d'information qui sont difficilement accessibles. Cette difficulté peut soit décourager, soit être considérée comme un défi à surmonter. Pour ce faire, l'analyste doit tenir compte des deux principes : nulle question sans réponse ; les sources d'informations ne peuvent pas ne pas communiquer. Cette approche le conduit à se focaliser sur la question de savoir ce qu'il y a dedans, alors même que les données accessibles immédiatement sont visibles de l'extérieur

Lors d'acquisition d'informations relatives à l'entreprise cible, l'analyste peut utiliser les différentes analyses afin d'évaluer cette entreprise. Cela l'aide à comprendre préalablement l'environnement de l'entreprise cible. Dans ce contexte, il peut détecter des points d'accès à l'information interne, principalement grâce aux acteurs qui deviennent des cibles potentielles susceptibles de fournir des informations.

Grâce à la connaissance des constantes mécaniques de ces systèmes (organisation, administration, gestion financière, fournisseurs, administrateurs, modèles économiques, culture d'entreprise, etc.), l'analyste identifie sans trop de risque d'erreur divers points d'accès et circuits informationnels.

Il faut noter que la démarche d'acquisition d'information s'inscrit dans une logique de surveillance continue de l'environnement afin de détecter des signaux faibles constituant des éléments avant coureurs d'un changement de tendance.

En réalité, l'analyste peut cibler les sources potentiellement les plus rentables ainsi que les stratégies de traitement et recueil d'informations afin d'acquérir des informations précises et pertinentes.

Typologie de l'information et écosystème informationnel

En réalité, il semble que peu d'investisseurs institutionnels mettent en œuvre la technique de la définition de la typologie d'information, l'une des approches de l'intelligence économique lors de leur processus d'investissement. Cela résulte de la restreinte dans la relation entre la finance et l'intelligence économique. Néanmoins, dans le contexte actuel, les investisseurs institutionnels ont intérêt à appliquer les techniques de l'intelligence économique pour réduire les risques informationnels (manipulation de l'information et diffusion tardive d'information).

Auparavant, certains auteurs montraient que la recherche d'information était subordonnée à une logique d'accès et de disponibilité ce qui rejoint la théorie de l'espace cryptique.

En général, les praticiens de l'intelligence économique définissent souvent l'information selon une typologie empirique qu'illustre le tableau suivant :

INFORMATION	BLANCHE	GRISE	NOIRE
Type	Scientifique, technologique, commerciale, juridique, financière, stratégique, personnelle		
Niveau	Tactique, opérationnel, stratégie		
Domaine opératoire	Documentaire, de situation, d'alerte		
Intérêt	Fatale, utile, pertinente	Pertinente, critique	Critique
Accès	Public	Restreint	Strictement limité
Classification	Non protégé	Diffusion restreinte	Confidentiel – Secret
Disponibilité	80%	15%	5%
Acquisition-Exploitation	Légale sous réserve de respecter les droits de propriété et de vie privée	Domaine juridique non clairement défini. Risque d'ordre jurisprudentiel	Illégal. L'acquisition relève de l'espionnage. Risques très élevés.
Forme	Formelle (texte) ou informelle (conversation, rumeur)		
Sources	Ouvertes	Autorisées – Fermées	Clandestines
Coûts	Faible	Faible	Elevé
Rentabilité	Elevée	Très élevée	Faible

Tableau 9 : Typologie de l'information (Bulging, 2002a)

Les investisseurs peuvent se référer à ce tableau pour classer les informations selon les différentes typologies. Pour ce faire, ils présentent l'information concernant l'entreprise cible selon un code couleur en fonction de son niveau de confidentialité. Cependant, cette méthode illustre une vision plutôt figée et à l'usage peu utile. Elle est critiquée à cause du flou juridique qui la caractérise et notamment la définition exacte des limites de chaque couleur (Dupré, 2002).

Dans ce contexte, les investisseurs peuvent s'inspirer d'une autre méthode qui leur permet d'envisager un écosystème informationnel décrivant un cycle de vie de l'information au cours duquel sa nature et sa disponibilité évoluent. A partir de cette « cartographie », les

investisseurs, notamment l'analyste peuvent avoir une vue globale directement utile à l'élaboration d'une stratégie de sourcing pertinente.

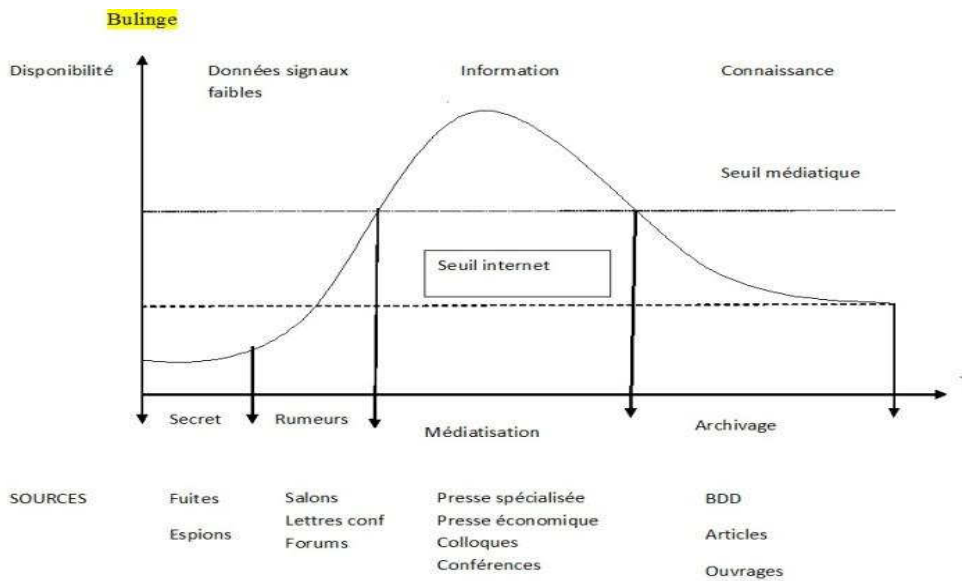


Figure 27 : l'écosystème informationnel

A travers le schéma de l'écosystème informationnel, les investisseurs, surtout l'analyste peuvent tenir compte de l'évolution de l'information stratégique tout au long de son « existence » dans l'espace médiatique et temporel. Ce travail leur permet également d'avoir une vision de l'évolution des incertitudes concernant l'entreprise sur un aspect d'évaluation. Pour illustrer ces constats, nous prenons le cas d'un projet de lancement d'un nouveau produit sur un marché industriel. Dans la phase initiale du projet, l'information est issue d'un groupe restreint de décideurs et d'ingénieurs. Elle est secrète et évolue dans un espace cryptique. Il est très difficile d'accéder à cette information. Elle n'est diffusée que lorsque une fuite accidentelle ou volontaire s'apparaît et éventuellement une opération d'espionnage qui la mettrait en évidence par hasard. Ensuite l'information se transforme en rumeurs, qui circulent d'abord dans l'entreprise cible, puis, à l'extérieur, soit de manière naturelle (bavardages et compromissions), soit de manière calculée (stratégie de communication). Enfin, l'information passe des rumeurs au seuil médiatique. Elle atteint sa phase de médiatisation maximale, avant de retomber dans la masse informationnelle générale, mise en mémoire dans les bases de données et sur le web.

Ce modèle aide les investisseurs institutionnels, notamment l'analyste à définir précisément une stratégie de sourcing en fonction du type d'information à acquérir. A partir de cela, ils peuvent définir et orienter les moyens à mettre en œuvre.

La stratégie de sourcing suppose donc une réflexion et une planification des moyens. Ci-dessous, une cartographie des sources destinée à la gestion de crise médiatique.

Lors de la mise en œuvre de la stratégie de sourcing d'informations, les investisseurs institutionnels doivent préparer une réflexion et une planification des moyens. Pour ce faire, ils peuvent se référer à la cartographie des sources destinées à la gestion de crise médiatique relative à l'entreprise cible comme ci-dessous

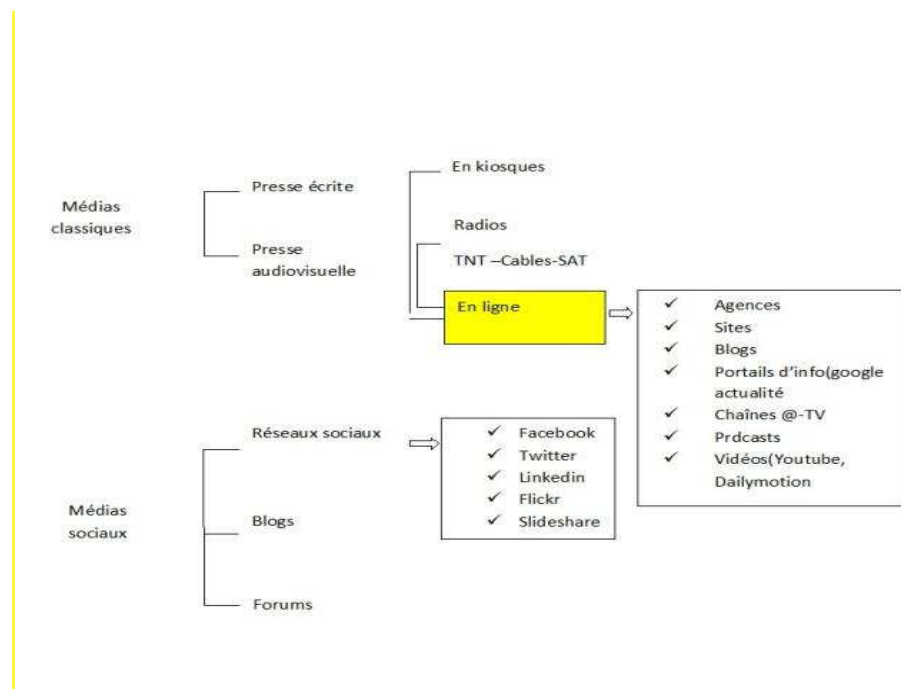


Figure 28 : Sources d'informations événementielles (Bulingue, 2012)

De tels constats, il est indispensable pour les investisseurs de mettre en place un dispositif de veille dans le contexte actuel.

3. Evaluation de l'information

Comme nous avons mentionné ci-dessus, les investisseurs, surtout l'analyste ont toujours la préoccupation de vérifier la fiabilité des informations lors de leur processus d'investissement. Les modèles de prise de décision d'investissement précédents ne tiennent pas compte de ce travail.

Ainsi, une question se pose pour les investisseurs institutionnels « Comment évaluer la fiabilité d'un contenu lorsque l'explosion des sources et la massification des informations rend plus difficile encore le principe de vérification ? »

Dans le contexte actuel, l'analyste doit distinguer deux types de situations d'analyse. En premier lieu, il peut utiliser l'analyse factuelle afin d'évaluer des données fiables et de preuves formelles (exemple de l'instruction judiciaire). En deuxième lieu, l'analyse événementielle est utilisée dans le cas où la fiabilité des informations est relative au contexte (la vérité est une représentation sociale dominante).

En fait, les investisseurs institutionnels, surtout l'analyste ont intérêt à s'inspirer de la méthode d'évaluation de la critique historique (Dorban, 2000) pour valider l'information. Pour ce faire, ils nécessitent de poser les bases d'une évaluation minimale qui procède plus d'une fiche réflexe que d'une méthodologie. Dans cette approche, les investisseurs doivent considérer d'une part, la source et d'autre part, l'information elle – même.

Evaluation de la source

L'analyste doit poser un questionnement relatif à la qualité de la source en tant qu'être social

- Nature (formelle, informelle, officielle, officieuse, on-dit, rumeur) : L'analyste trouve ces sources d'information à travers un site internet ou bien un entretien. Ainsi, l'information et la connaissance sont toujours d'origine humaine. Dans ce contexte, l'analyste doit effectuer leur évaluation en se basant sur la personne physique ou morale qui véhicule l'information.
- Légitimité (autorité, proximité, compétences, authenticité, exactitude, originalité) : L'analyste évalue la source selon des critères vérifiables (curriculum vitae).
- Personnalité (intellectuelle, culturelle, psychologique, sociopolitique) : Ici, l'analyste doit apprécier le profil de la source. S'il n'a pas de compétence dans ces domaines, il rencontre plusieurs difficultés à porter un jugement sur un inconnu, de surcroît en dehors d'un contact physique (notamment sur internet).
- Intentions, sincérité, biais. De plus, l'analyste doit avoir une connaissance intime de la personne.

En réalité, l'analyste rencontre également certaines difficultés lors de l'évaluation des sources d'information. Ces difficultés proviennent d'une méthodologie exigeante mais quasi impossible à mettre en œuvre, du moins dans un délai très court et dans les conditions d'un traitement massif d'information.

L'information

En réalité, l'analyste rencontre certaines difficultés lors de l'évaluation d'informations collectées. Dans la méthode classique, il doit s'appuyer sur une estimation probabiliste afin d'évaluer l'information. Ce raisonnement le conduit à considérer l'information la plus fiable comme étant celle qui serait recoupée par différentes sources. Néanmoins, ce raisonnement est très improbable car une information recoupée émanant d'une source généralement fiable peut s'avérer fausse.

Un risque assumé

Lors du processus d'investissement, l'analyste s'intéresse à rationaliser le processus de l'évaluation d'informations et des sources d'information. En fait, ce travail repose essentiellement sur l'intuition, plus précisément sur une activité cognitive plus ou moins consciente, de nature théologique. Ainsi, l'analyste peut se confronter à l'éventualité d'introduire une donnée fausse dans le processus d'exploitation.

L'analyste peut rencontrer deux types de situation : l'évaluation « hors ligne » et « en ligne »

A, Traitement « hors ligne » : l'analyste maîtrise le temps afin d'évaluer sereinement l'information. Pour formuler les évaluations, il s'appuie sur les critères suivants : actualité, fréquence, caractère consensuel, recoupement, importance, pertinence, originalité, urgence, vraisemblance, cohérence, accessibilité.

B, Traitement « en ligne » : Ce travail impose à l'analyste d'évaluer l'information en temps réel. Par exemple : en situation de crise, sa difficulté provient de l'absence de temporisation, les critères d'urgence et d'importance prennent le pas sur le recoupement. Lors de l'évaluation événementielle, l'analyste semble ignorer une bonne part de l'exigence de rationalité qu'implique l'analyse factuelle.

4. Diffusion d'informations.

Après avoir validé les informations pertinentes concernant l'entreprise cible et son environnement, les investisseurs doivent diffuser ces informations de façon contrôlée en respectant des contraintes d'urgence, de ciblage, de confidentialité. A partir de cela, les décideurs et leurs collaborateurs peuvent avoir les informations pertinentes pendant leur processus d'investissement.

Il faut noter que les investisseurs institutionnels sont souvent les sociétés de gestion de fonds. Dans ces sociétés, les informations au sein du processus d'investissement sont véhiculées à travers des trois familles principales d'acteurs: Observateurs, experts (analyste) et décideurs. Ainsi, la diffusion d'informations s'appuie sur ces 3 familles d'acteurs et recouvrent diverses classes d'informations.

- La diffusion de l'information brute (secondaire (référence) ou primaire (document complets)) ;
- La diffusion de l'information élaborée issue des groupes d'experts après analyse, validation, synthèse.

En outre, les investisseurs institutionnels s'intéressent également à d'autres diffusions entre les différents réseaux et au sein même de ces réseaux. Ainsi, la diffusion informatique joue un rôle important dans l'ensemble du dispositif.

Selon les demandes des acteurs (Observateurs, experts (analyste) et décideurs) au sein des investisseurs institutionnels, les deux types d'informations mentionnés ci-dessus (information brute et celle élaborée) peuvent être diffusés par deux méthodes suivantes :

- Diffusion périodique sur abonnement (profils)
- Diffusion ponctuelle sur demande.

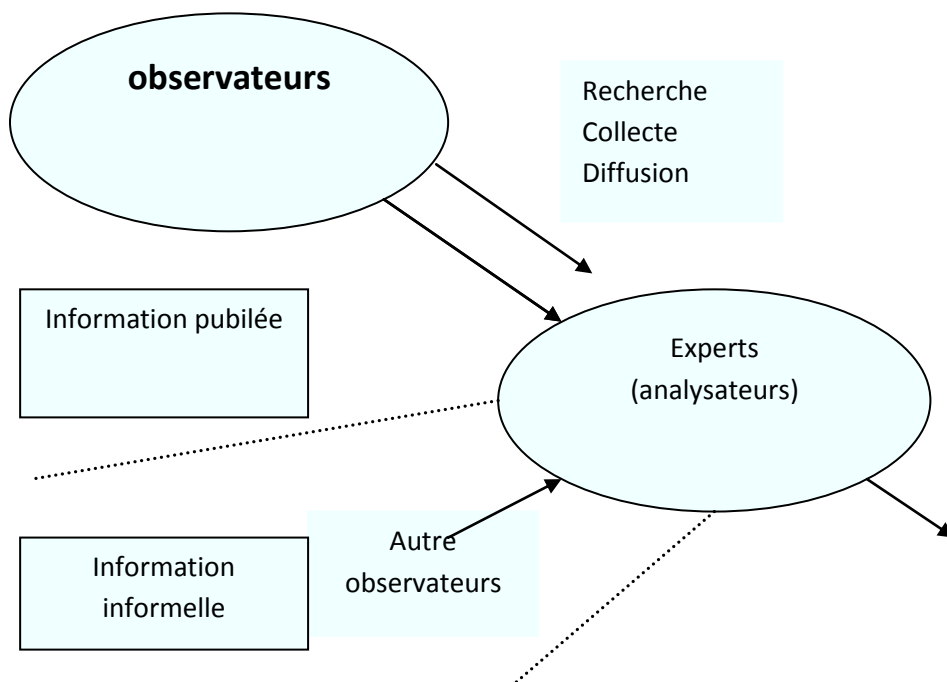
Pour optimiser la diffusion des informations pertinentes, les investisseurs ont besoin de créer un plan de diffusion, d'utiliser judicieusement un réseau d'observateurs, d'experts et de décideurs et d'avoir un emploi rationalisé et souple d'intranet grâce aux techniques du knowledge management.

Pour ce faire, il faut d'abord comprendre les réseaux de diffusion d'information autour d'une société de la gestion de fonds. Ils consistent en 4 composants différents comme ci-dessous:

Ils sont constitués des quatre composantes distinctes (dont nous avons présenté la deuxième, celle des autres observateurs, dans le chapitre précédent)

- Le réseau d'observateurs ;
- Le réseau d'autres observateurs ;
- Le réseau d'experts ;
- Le réseau de décideurs,

Les investisseurs institutionnels peuvent se référer à **la figure suivante** pour mieux comprendre la structure des liens entre ces différents réseaux de diffusion. A travers cette figure, l'information brute se transforme en information élaborée à travers l'analyse, la validation et la synthèse. Cette information élaborée (outil d'aide à la décision sous forme de fiche synthèse-action) est diffusée vers les décideurs pour une utilisation dans les prises de décision stratégique (achat ou vente ou maintien).



La recherche, collecte, diffusion se fait les observateurs (information publiées) et par les autres observateurs (information informelle). Les experts récupèrent ces informations et rédigent une fiche synthèse-action pour les décideurs.

Figure 29 : Les réseaux de l'intelligence économique

Les investisseurs doivent prendre en compte 2 types d'observateurs : ceux professionnels et ceux amateurs dans leurs processus d'investissement. Les observateurs professionnels consacrent 100% de leur temps à la collecte, à l'acquisition des informations publiées. Les autres observateurs ne consacrent qu'un certain pourcentage pour cette activité. En réalité, ils sont souvent commerciaux, mais aussi producteurs, techniciens d'installation...

En fait, les observateurs utiliseront les techniques du knowledge management (KM), d'abord pour l'exploitation des informations internes, ensuite pour les contacts avec ses correspondants, pour les problèmes de liaison et de diffusion pouvant concerner aussi bien l'information interne que l'information externe.

2.2.1.2 Conception

1.Détecter des signaux faibles

Dans le processus d'investissement, les investisseurs institutionnels, notamment l'analyste peuvent détecter les signaux faibles partout ou nulle part. Nulle part s'ils passent à côté sans les remarquer. Pendant ce temps, les signaux faibles peuvent être identifiés si les investisseurs institutionnels, surtout l'analyste a un état d'esprit ouvert, une curiosité. Ainsi, ils doivent se confronter à des incertitudes dans notre monde de communication lorsque l'information est partout disponible. L'explosion d'information entraîne l'apparition de plusieurs types des

sources d'informations. En outre, les investisseurs doivent se confronter à la contrainte du temps. Dans ce contexte, les investisseurs sont susceptibles de ne pas tenir compte de toutes les informations disponibles concernant l'entreprise. Cela les conduit à faire face à nombreuses incertitudes.

Outre la disponibilité de l'information, les investisseurs se posent une question sur la qualité de l'information recherchée : « Comment faire rapidement son tri au milieu de ces milliers de sources disponibles? »

Pour répondre à cette question, les investisseurs doivent d'abord cibler la partie sur laquelle ils jugent pertinent de porter leur attention en priorité afin d'orienter la détection des signaux faibles. En général, ils peuvent identifier la cible à partir de noms de thèmes (les facettes d'évaluation) et de noms d'acteurs de l'environnement pertinent de l'entreprise cible. Ces acteurs consistent à ses parties prenantes : les fournisseurs, les actionnaires, les salariés, les sociétés civiles, les dirigeants, les partenaires. Il faut noter que cette typologie doit être adaptée aux spécificités de l'entreprise cible.

A travers la cible, les investisseurs peuvent trouver des signaux faibles dans les sources d'informations. En réalité, ces sources peuvent être divisées en quatre familles : les sources de fond, les sources quotidiennes, les sources non organisées, les sources auxquelles ils ne pensent pas. Sachant que les signaux faibles peuvent apparaître dans les sources d'information faibles et validées, cela exige les investisseurs à avoir une capacité de sélection des signaux faibles.

Traque et sélection des signaux faibles

Pour anticiper les perspectives de l'entreprise cible et celles de ses environnements, les investisseurs doivent détecter des signaux faibles à partir d'informations collectées, validées. Cela est la première étape du processus d'exploitation des signaux faibles.

Dans une société de gestion de portefeuille, il y a de nombreuses personnes chargées de détecter les signaux faibles. Lors de la recherche de l'information relative à l'entreprise cible et à ses environnements, ils doivent se confronter aux 3 cas suivants :

- Ils peuvent décrire complètement l'information qu'ils recherchent;
- Ils lancent la recherche d'une information qu'ils savent décrire et trouvent; par hasard, une autre information qu'ils ne cherchaient pas mais qui les intéressent.
- Ils lancent une recherche sans savoir décrire ce qu'ils cherchent, mais ils sont capables de la reconnaître lorsqu'ils la voient sur l'écran.

En réalité, l'analyste rencontre rarement le premier cas lors de la recherche/détection des signaux faibles. Néanmoins, le troisième cas est le plus fréquent.

Selon H.Lesca (2011), « La détection d'un signal faible est une action qui tient à la fois de la volonté et du hasard. ». D'ailleurs, un tel signal porte des caractéristiques insolites, fortuits, inattendus, aléatoires, etc. Ainsi, l'analyste a besoin d'avoir une grande attention, continue, soutenue et volontariste.

Sélection individuelle des signaux faibles

H.Lesca et N.Lesca (2011) appellent « traqueur » une personne qui est chargée de détecter les signaux faibles. Cette appellation permet aux investisseurs de rendre compte de la dimension volontariste et proactive de la mission de traqueur dans leur processus d'investissement. Pour détecter les signaux faibles issus des données brutes, un traqueur nécessite, outre une volonté continue, une capacité de discernement et une intelligence individuelle avérée. Autrement dit, il doit être capable de remarquer/discerner ce qui, dans des données brutes, ou bien dans leurs observations de terrain, est susceptible de contenir de possibles signaux faibles. Selon H.Lesca et N.Lesca (2011), l'efficacité du traqueur à capter les signaux faibles s'appuie sur trois facteurs principaux : l'intelligence individuelle, le style cognitif et la peur.

Pour bien sélectionner les signaux faibles, les investisseurs doivent effectuer les étapes suivantes:

- Choisir et sélectionner les personnes (les traqueurs ou gatekeeper), qui devront se mettre à l'affût des informations susceptibles de contenir des signaux faibles;
- Affecter les personnes aux sources désignées dans la cible;
- Rechercher proprement dit des signaux faibles;
- Remonter des signaux faibles vers les bases de données.

En général, les investisseurs institutionnels n'utilisent pas les mêmes traqueurs selon qu'il s'agit de collecter des informations anticipatives de terrain, ou bien des informations textuelles ou numériques. En réalité, ces traqueurs ne traitent pas cette différence qui apparaît dans l'organisation et le fonctionnement de leur processus d'investissement.

La détection des signaux faibles ou la traque est une opération fondamentale qui permet aux investisseurs d'avoir une première sélection d'informations, voire de filtrage des informations. Selon Cahen (2011), ce travail est méthodique, régulier et personnel. S'il n'est pas bien réalisé, les investisseurs pourront perdre définitivement des signaux faibles dans leur processus d'exploitation d'informations.

2/ Analyse :

2.I. Interprétation :

Nécessité d'une intelligence collective pour interpréter les signaux faibles au sein du processus d'investissement

Au sein du processus de l'exploitation d'informations, un seul analyste ou un traqueur isolé a du mal à détecter et à interpréter un signal faible à cause de ses caractéristiques "regrettables". Dans la plupart des cas, il ne rend pas compte de l'importance éventuelle. Cela le conduit à se confronter aux incertitudes dans son processus d'investissement.

H.Lesca (2011) souligne l'importance de l'intelligence collective pour limiter les risques d'ignorance et de rejet d'un signal faible intéressant. Elle aide également à améliorer le degré de fiabilité du signal faible. Pour comprendre mieux le rôle de l'intelligence collective, il faut rappeler le concept de l'intelligence collective proposé par Lesca (2011) : «L'intelligence collective est l'aptitude à percevoir collectivement des signaux anticipatifs, de les rapprocher et de créer des liens entre eux pour construire collectivement une représentation qui ait du sens. Le but est d'apporter une aide à la décision stratégique ». A partir de ce concept, l'analyste peut concevoir une méthode de la création de sens entre les signaux faibles au sein de son processus d'investissement.

Sélection collective des signaux faibles :

Dans le processus d'investissement, les investisseurs peuvent utiliser de plus ou moins nombreux traqueurs (depuis quelques personnes jusqu'à plusieurs centaines, voire plus encore) en fonction de l'internationalisation de l'entreprise cible. Cela est spécialement le cas des traqueurs de terrain. Quant à la traque d'informations textuelles ou numériques, les investisseurs peuvent utiliser un seul traqueur si la taille de l'entreprise cible est petite ou moyenne. Dans le cas d'une grande entreprise, ils peuvent compter plusieurs personnes.

Dans tous les cas, tous les traqueurs doivent faire remonter les informations captées vers une base de données centrale (ou plusieurs). Cette opération est nommée "remontée" des informations.

Toutes les informations sélectionnées sont transmis au dentinaire (ou aux dentinaires) qui est souvent l'animateur du processus d'investissement des investisseurs institutionnels. Cet animateur dispose d'une bonne connaissance du système de hiérarchie pour les aspects d'évaluation de l'entreprise cible. Il est en charge de plusieurs tâches:

- Contrôler et sélectionner, centraliser des informations qui seront stockées. Cette tâche est appelée sélection centralisée. A travers cette tâche, les dentinaires peuvent comparer à d'autres informations "voisines" déjà remontées antérieurement ainsi qu'à des avis d'experts sollicités pour les besoins de la cause;
- Fournir une réaction aux traqueurs qui font remonter aux destinataires des informations. Les destinataires peuvent les aider dans leur tâche en répondant à leurs éventuelles questions.
- Stocker les informations qui leur parviennent dans les bases de données.

La création collective de sens

En réalité, la création collective de sens se définit comme l'opération d'interprétation collective et délibératoire au cours de laquelle sont créés du "sens ajouté" et de la connaissance à partir de signaux faibles. La création de sens est constituée d'interactions, d'explicitations de connaissances tacites et délibérations entre les participants à la séance de travail. Il faut noter que les signaux faibles examinés portent les éléments anticipatifs. Donc, sans eux, l'analyste ne peut formuler aucune anticipation sur l'entreprise cible. Il peut se référer à la figure suivante pour avoir une vision sur le modèle conceptuel de la création collective de sens telle que définie ci-dessus.

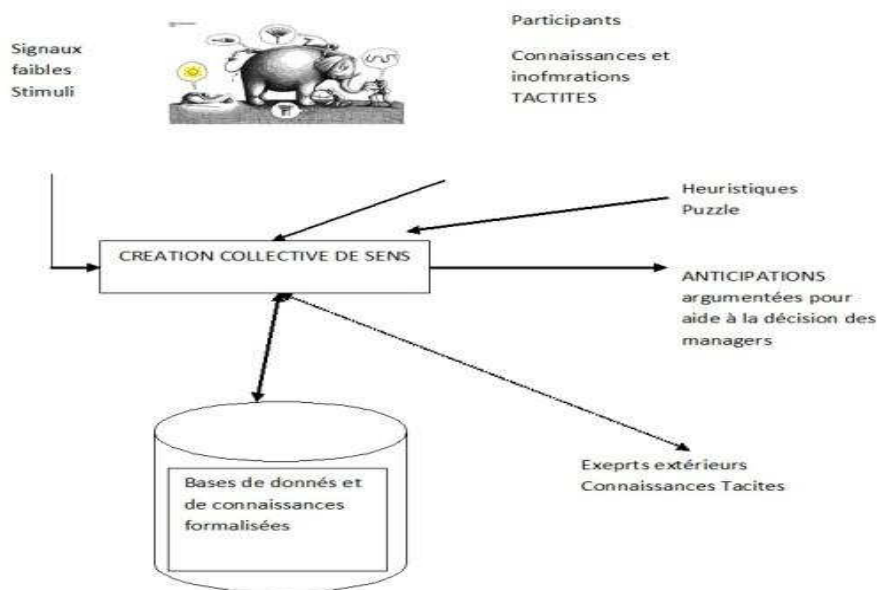


Figure 30 : Modèle conceptuel de la création collective de sens (Lesca, 2011)

En général, l'intelligence collective apparaît dans un petit groupe de personnes, dans des conditions clairement spécifiées. Cela permet à ce groupe de travail d'interpréter les signaux faibles et créer les liens entre eux. Lors du processus d'aide à la prise de décision d'investissement, l'intelligence collective est utilisée sous 3 modalités possibles, en fonction du contexte organisationnel :

- Les participants sont face à face et au même moment (synchrone/présentiel)

- Tout ou partie des participants sont à distance, en des lieux voire dans des pays différents, mais en temps réel (synchrone/disant). Par exemple en utilisant la visioconférence;
- les participants collaborent à distance et en différé (asynchrone/distant)

De la création collective du sens à la gestion de connaissance

Dans le processus d'investissement, les investisseurs institutionnels mettent en œuvre la création collective de sens en fonction de deux modalités. D'une part, ils créent les liens entre les signaux faibles qui existent dans l'espace et dans le temps. Ce travail ne les oblige pas à collecter et à relier les signaux faibles de façon continue. A partir de ce travail, les investisseurs peuvent transformer des données en informations élaborées afin de préparer les évaluations et les estimations stratégiques sur l'entreprise cible. D'autre part, dans ces évaluations stratégiques, les informations élaborées comprennent encore des signaux faibles. Les investisseurs institutionnels doivent collecter encore plus d'informations pour confirmer ou abandonner les perspectives relatives à l'entreprise cible. Ce travail exige de collecter au fur à mesure des signaux faibles de façon continue.

Nous présentons la création collective de sens entre les signaux faibles de façon discontinue dans la sélection collective/centralisée et stockage. La deuxième modalité sera présentée dans l'appréciation ou l'estimation stratégique.

Modalité discontinue de la création collective de sens:

Pour créer les liens entre les signaux faibles qui existent dans l'espace et le temps, les investisseurs institutionnels doivent désigner une personne en charge d'organiser une séance de création collective de sens. Ce travail exige de répondre aux questions suivantes:

- Pourquoi programmer la séance : quel ordre du jour ?
- Qui convier/convoquer à la séance de travail collectif ?
- Quand fixer la date de la séance, compte tenu des difficultés liées aux agendas ?

Nécessité d'une mobilisation et d'une gestion des connaissances:

A partir des questions ci-dessus, les investisseurs ont besoin d'avoir une méthode de la gestion de connaissance dans leur processus d'investissement. En effet, l'entreprise cible peut s'exercer en plusieurs domaines d'activité stratégiques différents. Outre l'aspect financier, celui économique, les investisseurs institutionnels s'intéressent aux aspects sociaux et environnementaux et ceux d'image de l'entreprise cible. Ces aspects se composent de plusieurs sujets à traiter concernant l'entreprise cible et ses environnements. Dans ce contexte, la création collective de sens doit être mise en œuvre dans de nombreux de sujets à traiter.

En réalité, chaque sujet à traiter dicte quelles personnes il convient de convier. Ainsi, les investisseurs institutionnels ou la société de la gestion de fonds nécessitent de désigner le/les managers capables de prendre des décisions dans le domaine du sujet traité. En outre, il faut identifier les membres dans la société de la gestion de fonds et les experts externes qui ont les connaissances dans le sujet à traiter. A partir de cela, ces acteurs contribuent par leurs connaissances à la création collective du sens des signaux faibles.

Dans ce contexte, les investisseurs institutionnels ou la société de la gestion de fonds se posent une question: " qui a des connaissances dans le domaine à traiter ? " En fait, ils peuvent trouver facilement la réponse si le préparateur de la séance de travail dispose d'un outil qui permet de réponse à la question: " qui a des connaissances sur quoi et sur qui?" En d'autres termes, il s'agit d'un outil de la gestion des connaissances et plus précisément des connaissances managériales, lesquelles sont essentiellement des connaissances tacites très difficilement formalisables. Nous présenterons certaines techniques de la gestion des connaissances dans notre contribution empirique.

Interprétation des signaux faibles : Méthode Puzzle pour opérationnaliser la création collective de sens

Lors de l'évaluation sur un aspect ou un sujet à traiter concernant l'entreprise cible, la création collective de sens entre les signaux faibles joue un rôle important pour les investisseurs institutionnels, notamment la société de gestion des fonds. Elle leur permet de transformer les informations brutes, éparses en informations élaborées. A partir de cela, les gérants de portefeuilles de cette société peuvent préparer leurs évaluations, leurs estimations sur l'entreprise cible ainsi que ses environnements. Néanmoins, une question se pose : « Comment les investisseurs institutionnels peuvent – ils opérationnaliser la création collective de sens ? » Pour répondre à cette question, ils peuvent s'inspirer de la méthode de Puzzle proposée par H.Lesca et N.Lesca (2011).

Ces auteurs s'appuient sur la métaphore du jeu de Puzzle en se reposant sur la base d'observations de terrain et d'une démarche du type « essai/erreur » afin de structurer les réflexions collectives dans un groupe de travail. Cette démarche semble correspondre aux processus d'évaluation des investisseurs institutionnels sur un aspect ou un sujet à traiter concernant l'entreprise cible et ses environnements.

En effet, les informations disponibles à un moment donné sont souvent fragmentaires et incomplètes. Cela conduit les investisseurs institutionnels, notamment l'analyste à rencontrer plusieurs difficultés pour évaluer certains aspects ou un sujet à traiter concernant l'entreprise cible et ses environnements. Pour résoudre ces difficultés, la société de gestion des fonds nécessite de compléter ces informations par les informations tacites que les participants à la séance de travail ont dans leurs têtes. En fait, la société de gestion des fonds démarre une séance de création collective de sens avec certains signaux faibles ou quelques informations éparses, par exemple : 5- 6 informations différentes. Selon la méthode de Puzzle proposée par

Lesca, elle peut considérer chaque signal faible comme s'il était l'une des quelques pièces d'un puzzle.

Ici, il faut rappeler les caractéristiques de signaux faibles afin d'éclairer les enjeux auxquels les joueurs doivent se confronter dans le jeu de Puzzle. Cela prend également du sens pour les participants à la séance de travail (analyste, traqueur, animateur, experts) de la société de gestion des fonds. En fait, les signaux faibles sont ambigus et fragmentaires. La « réalité » qu'un individu « voit » dans une information n'est pas l'unique réalité qu'il voit lui-même. Cette réalité dépend du point de vue auquel il se place (dépendance bien mise en évidence, de façon imagée, par le phénomène d'anamorphose). En fait, le point de vue d'un individu varie d'un moment à un autre. De plus, chaque traqueur ou chaque analyste a une vision partielle sur un sujet à traiter concernant l'entreprise cible. Ainsi, les caractéristiques des signaux faibles peuvent le conduire à se confronter à des biais cognitifs lors de l'évaluation d'un sujet à traiter concernant l'entreprise cible. Dans ce contexte, la société de gestion des fonds doit amorcer la construction collective d'un puzzle pour aider à interpréter les signaux faibles disponibles. Cela lui permet de réduire les incertitudes issues des biais cognitifs individuels et des informations ambiguës et fragmentaires.

Lors de la création collective de sens, il n'y a pas un modèle unique de Puzzle mais plusieurs modèles possibles. En effet, l'analyste ne collecte jamais le nombre total de pièces nécessaires (informations nécessaires) pour construire complètement un modèle de Puzzle. Dans ce contexte, il tend à se tourner vers des méthodes et des techniques de nature à stimuler la créativité, l'imagination et l'intuition. Cela l'exige de s'appuyer sur ses heuristiques. De ce raisonnement, l'analyste peut construire les informations par inductions et déductions à partir des informations qu'il détient déjà ou bien qu'il pourra se procurer par la suite. Cela l'aide à formuler les évaluations sur le sujet à traiter relatif à l'entreprise cible.

Dans d'autres cas, l'analyste a peu de signaux faibles. Ainsi, il doit attendre jusqu'au moment où plusieurs puzzles émergent des réflexions, des délibérations et des propositions faites par les participants du groupe de travail. Ce groupe est souvent constitué de réseau d'intelligence collective, ou nommé comité d'exploitation des informations. Dans la société de gestion des fonds, les décideurs (les gérants de portefeuilles) peuvent y participer.

Réseau d'intelligence collective: Groupe de travail et intelligence collective

Un réseau d'intelligence collective est un groupe de travail constitué des compétences ou expertises travaillant en entités au sein de l'organisation (ou aussi au sein d'organisations partenaires), en vue de partager des savoir-faire autour d'une problématique déterminée. Ce réseau permet à la société de gestion des fonds, notamment aux analystes de croiser les regards, les points de vue, les facettes du problème, de valider collectivement des hypothèses. A partir de cela, ils peuvent avoir une vision pertinente sur le sujet à traiter concernant l'entreprise cible. En d'autres termes, ce réseau est un lieu d'enrichissement des connaissances de chaque membre ou un lieu de création collective du sens pour des signaux faibles relatifs au sujet à traiter concernant l'entreprise cible.

En général, un groupe de travail se compose de 8 personnes. Ce nombre empirique n'est pas trop nombreux afin d'assurer leurs évaluations indépendantes pour le même sujet à traiter. Cela leur permet de réussir dans la création collective du sens pour des signaux faibles.

En réalité, un groupe de travail nécessite de mettre en œuvre des règles de fonctionnement afin d'améliorer sa productivité et aboutir rapidement à des résultats à haute valeur ajoutée. Les participants peuvent utiliser des outils techniques pour aider au travail collaboratif, aux échanges d'information entre les membres du réseau, à la rédaction collective des documents...

Définition de la méthode de Puzzle

Dans le processus d'investissement, la société de gestion des fonds peut utiliser la méthode de Puzzle afin de créer le sens entre des signaux faibles lorsqu'elle évalue un sujet à traiter concernant l'entreprise cible. Selon Hesca (2011), « Un Puzzle est une construction graphique argumentée, constituée d'un petit nombre de fragments d'informations ». Dans ce contexte, les participants du groupe de travail, notamment les analystes peuvent se confronter aux informations ayant les caractéristiques suivantes :

- elles se rapportent à une même problématique (acteur et/ou thème) pertinente pour les/des managers;
- elles sont censées s'enrichir mutuellement de signification ou peut-être se contredire;
- elles suggèrent des relations qui pourraient relier des informations entre elles;
- elles peuvent faire apparaître des lacunes d'informations que l'analyste ignorait: il sait alors qu'il ne savait pas et que l'on court un danger à ne pas savoir.

Dans ce contexte, la société de gestion des fonds se confronte au problème à résoudre : « comment passer d'informations du type "signal faible" à une représentation visuelle et évocatrice susceptible de générer des réflexions et des inductions dans l'esprit des gérants de portefeuilles ou ceux de fonds ? »

Pour répondre à cette question, elle peut se référer aux étapes suivantes afin de créer collectivement le sens pour des signaux faibles :

- Travailler collectivement sur le tableau mural ou l'écran ordinateur ou celui de salle travail.
- Rassembler les informations disponibles concernant le sujet à l'ordre du jour : les signaux faibles en guise de pièces, d'une part ; connaissances tacites que les participants explicitent, d'autre part.
- Positionner des informations les unes par rapport aux autres, en donnant collectivement leurs raisons.

- Privilégier une visualisation d'ensemble, stimuler l'imagination des participants à la séance de création collective de sens, formuler des interrogations auxquelles ils n'auraient pas pensé en dehors de ce travail collectif, favoriser la proposition de réponses pouvant aider à la prise de décision.
- Proposer les hypothèses plausibles qui ont émergé durant la séance.
- Formuler la liste des actions qui devront être effectuées à la suite de la création de sens.
- Mémoriser les puzzles successifs en vue d'un audit et/ou d'une éventuelle et future modélisation du traitement des signaux faibles.

Dans la méthode de puzzle, la société de gestion des fonds, notamment les analystes s'appuient sur leurs heuristiques afin de stimuler et de conduire les réflexions collectives.

La réalisation pratique de la séance de création collective de sens avec la méthode Puzzle®, ainsi que la mise au propre des traces des raisonnements (traçabilité) et du compte rendu en temps réel, sont largement facilitées par l'usage du logiciel Puzzle®.

Cette méthode aide la société de gestion de fonds à structurer les réflexions collectives du groupe de travail. Elle permet aux participants du groupe de travail de développer leurs imaginations en tenant compte des points de départ d'information disponibles, traditionnels et tacites. En outre, il faut prendre en compte de nombreuses utilités comme ci-dessous :

- Stimuler les interactions entre les participants ;
- Expliciter le raisonnement collectif ainsi effectué ;
- Fournir des aides à la visualisation des raisonnements ;
- Rendre le raisonnement communicable à d'autres personnes hors du groupe de travail ;
- Garantir la traçabilité des raisonnements effectués collectivement ;
- Aider à mémoriser les raisonnements et les justificatifs des choix effectués collectivement.

2.2. Appréciation :

Contexte de la mise en œuvre de la méthode de scénario dans le processus d'investissement de la société de gestion des fonds.

Le recueil et l'interprétation des signaux faibles aident les analystes à disposer d'informations brutes ainsi que celles élaborées, fiables et techniquement exploitables. A partir de cela, ils peuvent les décomposer, les relier, les comparer et les mélanger entre elles. Ce travail permet aux analystes d'obtenir des représentations intelligibles et porteuses de sens pour un sujet à traiter concernant l'entreprise cible, comme autant d'hypothèses de scénario, de signaux faibles ou d'indices d'alerte. Ensuite, ils prennent en considération leurs estimations

stratégiques de l'entreprise cible à travers l'argumentation contradictoire, notamment au moyen de grilles d'analyse. En réalité, les analystes se confronteront à plusieurs hypothèses de scénario différentes. Pour aider les décideurs à avoir une bonne prise de décision, ils doivent sélectionner les scénarios les plus plausibles en réduisant les choix optionnels.

Dans cette étape, l'interprétation d'informations peut s'exercer à plusieurs niveaux, comme le montre le synopsis ci-dessous. Dans la société de gestion des fonds, chaque acteur a un mode d'évaluation et d'interprétation pour un sujet à traiter ou un aspect d'évaluation concernant l'entreprise cible. En effet, il existe une hiérarchie d'évaluation différente pour chaque acteur. Par exemple : Les analystes peuvent formuler leurs propres critères d'évaluation pour un sujet à traiter concernant l'entreprise cible. Néanmoins, ces critères ne correspondent pas à ceux des décideurs. Dans certains cas, les avis des analystes peuvent conduire les décideurs à se confronter aux incertitudes lors de leurs processus d'investissement.

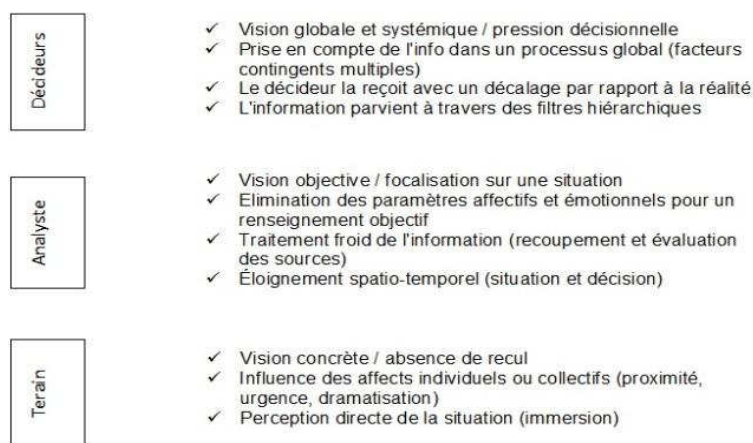


Figure 31 : Figure Trois niveaux d'analyse (Bulinge)

Cette étape oblige la société de gestion des fonds à synthétiser les évaluations concernant l'entreprise cible. Ce travail semble être contraire à l'analyse. Il consiste à remonter le puzzle informationnel à partir d'une ou plusieurs hypothèses retenues. A travers ce travail, les analystes peuvent construire et organiser leurs connaissances, à partir d'une interprétation des informations et des connaissances déjà présentes dans leurs mémoires. A partir de cela, ils peuvent transmettre une représentation (appelée estimation) au décideur (gérant de portefeuille) dans un registre sémantique commun : ce que « voient » les analystes doit être « vu » et compris par le décideur. Dans ce contexte, la société de gestion des fonds rencontre le problème concernant la représentation des situations complexes et de sa transmission, traditionnellement sous forme verbale, orale ou écrite (briefing, rapport de renseignement).

Dans ce contexte, outre la méthode de Puzzle, ils ont intérêt à s'inspirer de la méthode de scénario afin de résoudre les problèmes mentionnés ci-dessus.

Le rôle de la méthode de scénario dans le processus de l'exploitation d'informations

D'abord, les analystes ainsi que la société de gestion des fonds ont intérêt à découvrir la méthode de scénario et son utilité lors de sa mise en œuvre dans leur processus d'investissement. Dans la littérature, certains auteurs proposent certains constats sur la méthode de scénario. Selon Kahn et Wiener (1968), un scénario décrit (textuellement ou graphiquement) un ensemble des hypothèses de scénario d'événements qui peuvent avoir lieu de façon rationnelle. Bunn et Salo (1993) considère le scénario comme une image hypothétique de l'avenir qui décrit la fonction du système sous les conditions différentes avec un certain degré d'incertitudes. Dans cette vision, les analystes peuvent utiliser l'analyse de scénarios comme un complément pour la prévision classique et les techniques de simulation afin de fournir une image composite de développements futurs d'un sujet à traiter concernant l'entreprise cible. Selon Mahmoud et al. (2009), un scénario n'est pas considéré comme une prévision ou une anticipation. Ces auteurs prennent en considération le scénario comme une méthode qui fournit une vision dynamique de l'avenir en exploitant les trajectoires différentes de changement qui conduisent à une gamme plus large d'alternatives future plausibles.

En réalité, certains auteurs pensent que la méthode de scénario peut être classée selon 3 critères essentiels : but, sources d'informations et méthodes.

Le premier type de la méthode de scénario peut être conçu entre scénarios exploratifs (ou prédictifs) et ceux anticipatifs. Les scénarios exploratifs (ou prédictifs) prennent en considération le développement alternatif dans l'avenir en commençant à évaluer la situation actuelle de l'entreprise cible. Pendant ce temps, les scénarios anticipés commencent par une situation future désirée et explorent différentes stratégies pour parvenir à cette situation.

En deuxième lieu, les analystes ou la société de gestion des fonds peuvent classer les méthodes de scénarios en fonction de la nature des sources d'information utilisées. Cela les obligent à distinguer les scénarios participatifs (participatory/ expert based scénarios) des scénarios issus de bureau d'analyse (desk-analysis scenarios). Dans le groupe de travail, les scénarios participatifs sont conçus en se basant sur l'approche dans laquelle les experts et les participants ont un rôle actif dans le système de la génération de scénarios. Pendant ce temps, les scénarios issus de bureau d'analyse (desk-analysis scenarios) s'appuient sur les informations disponibles ou/et des données statistiques qui sont, ensuite élaborées en scénarios sans tenir compte d'un processus collaboratif.

Enfin, la société de gestion des fonds tient compte des méthodes de scénario en fonction de différentes méthodologies d'approche : approche intuitive, estimation d'impact de tendances, système d'estimation complexe.

La conception des scénarios plausibles est une mission complexe pour la société de gestion des fonds. Ce travail les oblige à appréhender 3 étapes principales : analyse de la situation actuelle du sujet à traiter concernant l'entreprise cible; définition des images du futur et

définition des liens entre la situation actuelle et l'avenir. A partir de ces 3 étapes, la société de gestion des fonds peut trouver une approche pour développer les scénarios.

En réalité, les différentes typologies de l'analyse de scénarios et leurs approches sont souvent mises en œuvre dans le processus d'investissement des investisseurs institutionnels, notamment la société de gestion des fonds. Cela les aide à évaluer les incertitudes de l'entreprise cible (menaces ou opportunités). Néanmoins, la société de gestion des fonds ou les analystes posent une question : « comment identifier les scénarios les plus plausibles ? ». Cela exige à avoir une approche appropriée. En réalité, ils peuvent s'inspirer de l'approche de l'analyse scénarios proposée par Meyer. Cette approche sera présentée plus loin.

Après avoir compris certaines typologies de l'analyse de scénarios, la société de gestion des fonds a intérêt à déterminer leurs utilités pour le processus d'investissement. En réalité, la mise en œuvre de l'analyse de scénarios permet aux participants à la séance de travail collectif de formuler les évaluations objectives et rationnelles pour les scénarios relatifs au sujet à traiter concernant l'entreprise cible. A partir de cela, ils peuvent préparer leurs recommandations aux décideurs (les gérants de portefeuilles) pour un réel partagé. En outre, l'analyse de scénario est souvent conçue selon un principe dans lequel les participants sont capables d'exprimer – dans des interactions langagières régulées. Cela les aide à formuler leurs estimations sur des situations bloquées que les participants ne pourraient pas présenter comme telles, dans un questionnaire ou dans une grille d'entretien. De plus, cette méthode leur permet de présenter les informations élaborées au sein de la séance de travail collective, ainsi que d'avoir des réponses anecdotiques à la limite des « bonnes pratiques » qu'ils n'obtiendraient jamais aussi nettement même à travers une autocritique ou une auto-évaluation.

Une liaison avec la méthode de puzzle: Démarche projective et participative

Outre les approches de l'analyse de scénario ci-dessus, la société de gestion des fonds a intérêt à s'inspirer de l'approche proposée par Meyer (2008) pour mettre en œuvre dans l'estimation et l'évaluation sur un sujet à traiter concernant l'entreprise cible. Cette approche s'appuie sur les méthodes projectives et participatives appliquées à l'enquête de sciences humaines et sociales. En réalité, la société de gestion des fonds l'utilise comme technique unique ou en complément de techniques d'enquête plus classiques, en une ou deux phases complémentaires, auprès de groupes restreints (re)constitués généralement entre 8 et 12 personnes. Actuellement, cette méthode n'est pas encore suffisamment étalonnée et chaque sujet nécessite une approche sinon différente au moins adaptée. Pour l'appliquer dans le processus d'investissement, la société de gestion des fonds a besoin de se référer aux étapes dans lesquelles Meyer (2008) détaille les modes opératoires.

En premier lieu, la société de gestion des fonds, notamment l'animateur encourage individuellement les volontaires à formuler les scénarios, des items (propositions synthétiques) ou des photographies sur un sujet à traiter concernant l'entreprise cible au sein de la séance de travail collective. Pour ce faire, les participants doivent réfléchir et se

prononcer par écrit sur un formulaire réponse dépersonnalisé, transmis par l'animateur, qui détaille les consignes. Ces derniers peuvent varier en fonction du sujet à traiter. En réalité, la société de gestion des fonds peut proposer ces consignes pour classer les scénarios par ordre de vraisemblance (i.e. celui qui paraît le plus correspondre à la réalité professionnelle des individus ou la nature de l'épreuve), d'y souligner ou d'en extraire les assertions avec lesquelles ils sont d'accord, pas d'accord. De plus, elle peut demander aux participants d'imaginer les scénarios de façon indépendante en s'inspirant de leur expérience, mais aussi des propositions émises par les analystes.

En deuxième lieu, les analystes doivent traiter les réponses par une analyse de contenu thématique dans laquelle ils vont relever et sérier en priorité les points de désaccords. Cette étape est considérée comme la phase de réflexion. En réalité, la société de gestion des fonds a intérêt à concevoir textuellement ou graphiquement les scénarios d'un sujet à traiter concernant l'entreprise cible. Dans certains cas, ce travail exige les participants à déclencher et provoquer une justification sur certains faits ou comportements du quotidien professionnel des individus ou d'expériences personnelles spécifiques. A partir de cela, ils peuvent amorcer les évaluations pertinentes sur le sujet à traiter concernant l'entreprise cible.

L'importance de l'intelligence collective dans l'appréciation

De même que l'interprétation d'informations brutes, l'appréciation et l'estimation stratégique exige la société de gestion des fonds, notamment les analystes, à procéder à des séances de création collective du sens pour les sujets à traiter concernant l'entreprise cible. Pour ce faire, ils doivent utiliser différentes techniques telles que les tables rondes. Dans ces séances de travail, les participants doivent se baser sur les méthodes de scénario afin de formuler les scénarios différents lorsqu'ils évaluent un sujet à traiter concernant l'entreprise cible. Pour sélectionner les scénarios les plus plausibles, les participants doivent relier les scénarios comme « réponses individuelles », comme technique d'amont, à un débat dirigé et interactif qui ouvre la phase dite de négociation à partir de l'analyse des résultats proposés par les analystes et en leur présence. En outre, les participants peuvent utiliser un support de documents écrits venant attester la prise de parole et prendre en considération la restitution de l'analyse de contenu de la première phase. De plus, ils peuvent prendre en compte les propositions (dépersonnalisées) des uns et des autres (les accords et désaccords, les scénarios personnels) et les évaluations (les traductions) des analystes. Les animateurs des séances régulent les phases de la négociation en lançant le débat concernant les sujets à traiter sur l'entreprise cible. Si la société de gestion des fonds a le budget suffisant, elle tend à désigner un régulateur chargé de la répartition de la parole et de la relance (si éventuellement quand la discussion tombe à plat), un agiteur extérieur au groupe de travail apparaît comme un participant. En réalité, cet agiteur peut être un expert dans un domaine relatif au sujet à traiter. Il apporte une vision objective afin de détecter les problèmes. Il faut noter que les analystes rencontrent plusieurs difficultés quand ils sont à la fois incitateur et régulateur. Cela entraîne une différence dans la qualité des choix de scénario.

Dans la phase d'appréciation, la société de gestion des fonds et les analystes ne prennent pas position en se basant sur des expressions non immédiatement concertées. Pour sélectionner les scénarios les plus plausibles, ils doivent prendre en compte la manière dont les participants discutent ou ajustent la moindre pertinence des assertions. Selon Meyer, « cette étape permet de saisir ce qui n'est pas sorti dans les réponses individuelles, mais qui peut émerger à la faveur ou hors du contrôle des pairs, ou suite à l'ajustement discursif que s'imposent les uns et les autres pour éviter que quelque chose de professionnellement ou civilement insupportable ne soit dit ». En réalité, la société de gestion des fonds, notamment les analystes doivent s'appuyer sur les argumentations expertes et les informations vérifiées par les participants dans les enquêtes de terrain. Cela les aide à définir, qualifier, voire juger leur situation (ou celle des autres) et défendre leurs (dis)positions. Il faut noter que la négociation est considérée comme une étape principale de la création collective du sens pour les informations élaborées à travers la séance du groupe de travail. A partir de cela, la société de gestion des fonds peut sélectionner les scénarios les plus plausibles. Ce travail oblige les participants à se positionner, à s'accorder sur ou à rejeter les traductions ou les scénarios proposées par les analystes au sein de la séance du groupe de travail. La société de gestion des fonds nécessite d'enregistrer et de transmettre tous les échanges de la phase débat dans une base de donnée. Cela aide les participants à évaluer les sujets à traiter concernant l'entreprise cible en fonction des thématiques. Dans la phase de l'analyse de contenu comme dans la régulation du débat, l'animateur est chargé de plusieurs tâches différentes. D'une part, il s'agit de pointer les rejets des assertions, de repérer les effets d'emboîtement des discours professionnels. D'autre part, il doit observer les effets de contrôle mutuel des prises de parole sur telle ou telle conduite ou situation, les rappels à l'ordre et/ou aux convenances. En outre, l'animateur nécessite de sérier les anecdotes, l'évocation des lieux communs ou des situations impliquant un haut degré de généralité, mais dans lesquelles les participants ont été engagés. Cela permet à la société de gestion des fonds de formuler les évaluations ou/et les anticipations pour les scénarios les plus plausibles.

Estimation stratégique : Comment se construit un scénario dans le processus d'investissement ?

Dans le processus d'investissement, la société de gestion des fonds s'intéresse toujours à formuler les estimations stratégiques ou les évaluations sur un sujet à traiter concernant l'entreprise cible et/ou ses environnements. Ces estimations ou ces évaluations résultent souvent d'une ou de plusieurs expériences singulières ou collectives, de mise en œuvre de dispositifs (humains et/ou techniques) qui concernent directement les participants et/ou qui fonctionnent à partir d'une compétence distribuée entre eux. En effet, les participants doivent préparer les textes courts ou les brèves qui contiennent les signaux faibles porteuses avant que la séance de travail collective ait lieu. Ce travail s'exerce manuellement par la lecture des participants quand les brèves ou les textes courts sont trouvés dans les rapports, les compte-rendus, les journaux...D'ailleurs, ils peuvent trouver également de nombreux textes (full textes) qui contiennent les signaux faibles porteurs au moyen de l'internet en quelques minutes. Cela les conduit à se confronter à la surcharge informationnelle qui rend difficile aux participants de détecter les signaux faibles noyés dans des centaines de données brutes. Pour

surmonter cette difficulté, ils peuvent utiliser les outils informatiques tels que le logiciel d'Approxima proposé par Lesca (2011). Il faut noter que les participants doivent se confronter aux scénarios susceptibles d'être conçus comme décalés, injustes ou mal renseignés. En réalité, ces scénarios sont décrits par les textes courts ou les brèves, fréquemment des assertions qui forment un ensemble avec deux caractéristiques essentielles:

- Ces assertions sont sciemment caricaturales. En outre, elles contiennent des éléments susceptibles de provoquer une gamme de réactions, allant de l'étonnement à la réfutation, des participants;
- La société de gestion des fonds doit situer d'une certaine manière les assertions dans le quotidien des individus dans le groupe de travail et ensuite les convaincre qu'ils ont à faire à des situations tirées du réel.

Comme le précise Jean-Yves Trépos (1992b : 66) : « On fait évidemment l'hypothèse que ces projections fictives dans le conflit permettent de faire l'analyse de toute une série de ressources : conceptions de conflictivité, des adversaires, des institutions régulatrices et correctrices... 'montées' sur la base de rapprochements hâtifs ou longuement expérimentés et promues idées générales ». Dans un scénario, ce raisonnement entraîne la société de gestion des fonds à se confronter à une superposition de nombreuses strates de comportements ou d'événements. Au sein de la séance de travail collectif, les participants peuvent formuler les arguments d'autorité, multiplier les contre-exemples, créer différentes distorsions, retraduire les opinions qui guident les individus dans leur conception du juste et de l'injuste. Cela peut conduire la société de gestion des fonds ou les analystes à provoquer un effet de dissonance qui est le processus de changement d'opinion chez un individu confronté à des informations en contradiction avec son système de référence, et un effet de « consonance » qui doit limiter les stratégies de réduction (changement de point de vue, atténuation des différences et différends avec autrui...). Ces travaux leur permettent d'imaginer les scénarios figurant une structuration parmi les possibles : des rapports sociaux internes ou externes, des agencements communs, des formes d'action individuelle et/ou collective, des stratégies d'usage, mais peuvent aussi reprendre des « papotages » ou des propositions informelles de transformation des quotidiens professionnels.

En réalité, les scénarios dépendent de l'objet de recherche ou du sujet à traiter et des contraintes d'engagement des agents (les participants dans la séance de travail collectif et les parties prenantes de l'entreprise cible). Sous ces contraintes, les participants ont souvent de 8 à 10 jours pour évaluer les scénarios. Ce délai leur permet de (re)corriger leurs propositions, de peaufiner la réponse. A partir de cela, les participants peuvent avoir un approfondissement des remémorations des différentes pratiques professionnelles. Dans l'évaluation d'un sujet à traiter concernant l'entreprise cible, la société de gestion des fonds ou les analystes ne tiennent pas compte des réponses d'un participant par surprise. Au contraire, ils prennent en compte les réponses avec lesquelles les participants sont le plus satisfaits par rapport aux situations bloquées qu'on leur présente. Dans le modèle de scénarios, la société de gestion des fonds ou les analystes ne s'appuient pas sur des prises de position individuelles. Ils vont

prendre en considération des prises ou des évaluations individuelles à travers la phase de négociation au sein de la séance de travail collective. Ce travail leur permet d'éliminer certaines incertitudes lorsqu'ils évaluent un sujet à traiter concernant l'entreprise cible.

Processus de synthèse des évaluations pour un sujet à traiter relatif à l'entreprise cible:

Dans cette étape, la société de gestion de fonds doit synthétiser les évaluations sur un sujet à traiter concernant l'entreprise cible. Ce travail semble être l'inverse à une démarche d'analyse. Il implique de retrouver les pièces du puzzle de l'information d'un ou de plusieurs hypothèses reconnues. Grâce à ce travail, les analystes peuvent construire et constituer la connaissance par l'interprétation des informations et des connaissances acquises. Dès lors, ils peuvent proposer leurs évaluations aux décideurs (gestionnaire de portefeuille) à travers une sémantique générale: ce que « voit » l'analyste doit être « vu » et compris par le décideur. Dans ce contexte, la société de gestion de fonds fait face également aux problèmes liés à la représentation des situations complexes et la transmission, traditionnelle sous forme des mots, des paroles ou des écritures.

Pour résoudre ces contraintes mentionnées ci-dessus, premièrement, la société de gestion de fonds doit développer des documents synthétiques contenant les résultats de l'évaluation et de la validation sur un thème à traiter lié à l'entreprise cible. Cela l'aide à obtenir un outil d'aide à la décision dans le contexte du changement. Comme les étapes de sélection, d'évaluation ou d'estimation de la situation, la démarche synthétique est également déployée régulièrement grâce aux ateliers de travail collectif avec la participation des groupes d'experts, des analystes, de traqueurs (veilleurs) d'informations, du modérateur. Les documents synthétiques sont régulièrement transférés aux décideurs (gestionnaire de portefeuilles). Dans certains domaines développés, cette fréquence peut être hebdomadaire ou mensuelle. Deuxièmement, la société de gestion de fonds doit élaborer un plan de synthèse¹⁷ pour assurer la pertinence du thème à traiter pour les membres du groupe de travail, en particulier les experts et les analystes. Dans ce plan de synthèse, elle peut définir la fréquence de la synthèse pour le thème à traiter. Dès lors, les textes mis à jour seront attachés à ce plan.

Les tâches ci-dessus permettent à la société de gestion de fonds de faire des hypothèses de scénario les plus probables lorsqu'elle examine l'évaluation d'un thème à traiter lié à l'entreprise cible.

En réalité, la société de gestion des fonds met en œuvre la méthode de scénario dans son processus d'investissement. Pour ce faire, les participants nécessitent de procéder aux réflexions individuelles et aux évaluations individuelles en saisissant un feuille d'évaluation dépersonnalisée sur le sujet à traiter. A partir de cela, la société de gestion des fonds peut les réunir fréquemment en petits groupes (captifs) pour des concertations collectives. Cette réunion lui permet de combiner, d'éliminer, de mettre en disposition les aspects d'évaluation

¹⁷Seon François Jakobiak, « plan de synthèse indique ce sont les onjectifs prioritaires actuels qui, pour chaque sujet, doivent déterminer les points à faire apparaître dans la synthèse. Celle-ci ne doit pas être un résumé exhaustif de tous les documents pertinents, mais une sélection de points stratégiquement essentiels ».

pour qu'elle puisse créer collectivement le sens pour le sujet à traiter. Pour augmenter l'efficacité de ce travail, la réunion doit avoir lieu régulièrement au sein de la société de gestion des fonds. De plus, les participants doivent maîtriser les techniques de communication. Par conséquent, ils peuvent bien préparer les évaluations et les estimations pour les scénarios les plus plausibles.

3. **Diffusion : identifier les ruptures des scénarios les plus plausibles**

Dans le processus d'investissement, la société de gestion de fonds, en particulier les analystes se situent souvent extérieur à l'entreprise cible. Cela les conduit à ne pas obtenir les informations nécessaires concernant cette dernière. Le développement de la science d'information et de la communication leur permet de réduire les effets de l'asymétrie d'information. Grâce à la collecte et à la qualification des informations, la société de gestion de fonds ou les analystes obtiennent les informations brutes, utiles relatives à l'entreprise cible et à son environnement divulguées par les parties prenantes. Grâce à ces informations brutes, l'explication et la qualification des informations permettent à la société de gestion de fonds, notamment les analystes de disposer des informations élaborées ainsi que les contextes d'un sujet à traiter lié à l'entreprise cible. Pour exploiter ces contextes et les informations disponibles, ils doivent appliquer la méthode d'analyse de scénarios ainsi que la méthode Puzzles pour sélectionner les scénarios les plus plausibles. Dans ces contextes, une question se pose aux analystes "Comment détecter les incertitudes ou les variations de tendance dans le monde en pleine mutation lorsqu'ils considèrent les scénarios plus plausibles?"

Pour répondre à cette question, la société de gestion de fonds et les analystes peuvent réaliser l'évaluation combinée de deux tendances principales: évaluation de façon rationnelle et évaluation dans un environnement non-linéaire (évaluation irrationnelle). Deux tendances sont souvent issues de deux scénarios initiaux auxquels cette dernière doit faire face dans son processus d'exploitation d'information.

Premièrement, elle collecte souvent manuellement l'ensemble des données par la lecture des rapports, des comptes-rendus, des articles, etc. Selon cette approche, la société de gestion de fonds et les analystes sont confrontés aux contraintes en termes des ressources humaines, du temps, de l'argent et des efforts. En effet, les membres du groupe de travail doivent faire des efforts pour trouver les brèves contenant les signaux faibles possibles. Dans ce contexte, l'analyste devrait avoir une méthode d'exploitation rationnelle de l'information pour évaluer les variations de tendance relatives au sujet à traiter concernant l'entreprise cible.

Deuxièmement, la société de gestion de fonds et l'analyste collectent les informations sur Internet. Dans ce contexte, ils font facilement face à l'essor des informations relatives à l'entreprise cible. Selon la méthode Puzzles, la préparation des brèves est souvent fastidieuse et demande beaucoup de temps. Par conséquent, il serait absurde que la société de gestion de fonds demande aux membres du groupe de travail de prendre beaucoup de temps pour la recherche des brèves contenant des signaux faibles existés dans un gros volume de sources de données brutes. Cela conduit la société de gestion de fonds et les analystes à facilement

omettre la recherche et l'exploitation des signaux faibles. Une question se pose à cette dernière "Comment détecter automatiquement les incertitudes et les signaux faibles sur l'Internet dans le contexte d'aujourd'hui?". Dans la réalité, la société de gestion de fonds peut utiliser les outils informatiques pour sélectionner les brèves contenant des signaux faibles en quelques minutes. Par exemple: le logiciel Aproxima mentionné par Lesca (2011). Ces brèves sont peut-être remontées dans de différents full-textes. Dès que ces signaux faibles sont détectés, la société de gestion de fonds peut continuer à utiliser la méthode Puzzles pour identifier les changements associés au contexte de l'entreprise cible.

Toutefois, les données brutes ou les brèves peuvent également contenir des informations dont la qualité n'est pas garantie. Cela peut conduire les membres, en particulier les analystes, à réaliser les brèves contenant des informations manipulées. Par conséquent, ils peuvent faire des évaluations impertinentes bien qu'ils aient utilisé la méthode Puzzles pour la création du sens. Cependant, ce biais est très difficile à détecter. Dans la réalité, ces écarts sont cumulatifs au fil du temps. Cela peut les conduire facilement à faire face au phénomène de dissonance cognitive dans le processus d'évaluation d'un sujet à traiter concernant l'entreprise cible. En effet, la société de gestion de fonds est en mesure d'être confrontée à une information qui infirme les contextes initiaux. Dans ce contexte, une nouvelle question se pose à cette dernière ainsi qu'à l'analyste: "Comment déterminer la transformation de ces signaux faibles à des bulles spéculatives ou à un changement de tendance? ".

A partir de ces observations, la société de gestion du fonds devrait développer une méthode pour déterminer le changement de tendance lié à l'entreprise cible ou / et à son environnement en exploitant les informations utiles dans les deux cas ci-dessus.

a, La détermination du changement de tendance d'un sujet à traiter lié à l'entreprise cible de façon rationnelle.

Selon la méthode d'évaluation rationnelle, la société de gestion de fonds et les analystes prennent en compte la méthode de prise de décision experte proposée par Simon, notamment le concept de la rationalité limitée. Dans ce contexte, ils devraient identifier les indicateurs liés aux sujets ou aux facteurs d'évaluation concernant l'entreprise cible et son environnement. Dans la réalité, on découvre ces indicateurs en se basant sur les matrices d'analyse stratégique disponibles et utiles. Il faut rappeler que ces informations peuvent être intuitivement identifiées par les mots-clés principaux, les domaines concernés de l'entreprise cible, ainsi que les tendances d'anticipation contenant des signaux faibles relatifs à cette dernière ou à son environnement. Dès lors, la société de gestion de fonds et les analystes peuvent évaluer la capacité de cette dernière, sa capacité dans certains domaines (finance, marketing, commerce, technique, gestion, société) ainsi que les changements liés à son environnement. Cette approche semble correspondre aux points de vue de certains auteurs. Selon Afnor, "l'indicateur est une information choisie, associée à un critère est destinée à en observer les évolutions à intervalle défini". Lorsque la société de gestion de fonds et les analystes évaluent un sujet à traiter, ces indicateurs sont utilisés pour comparer l'entreprise cible à elle-même dans un même domaine d'activité ou dans le temps, la comparer à d'autres

dans le même domaine qui ont d'une organisation similaire. Cela permet à la société de gestion de fonds, en particulier aux analystes, d'anticiper les changements de tendance liées à l'entreprise cible ainsi qu'à son environnement. Dans le processus d'investissement, la société de gestion de fonds peut diviser ces indicateurs en deux grandes catégories: les indicateurs de performance et ceux d'activité.

Dans ce contexte, la société de gestion de fonds et les analystes peuvent rencontrer des indicateurs de différents types (comptage, taux, ratio, notation, indice), sous différentes formes (histogramme, nuage de points, courbe, camembert et radar), ainsi que dans de différentes familles (indicateurs structurels, ceux conjoncturels et ceux d'alertes). Dans la réalité, les grandes organisations utilisent souvent les indicateurs structurels, par exemple au niveau national. Ces indicateurs aident la société de gestion de fonds, en particulier les analystes, à comparer un pays avec un autre ou avec le niveau moyen d'un domaine. Par exemple: l'indice PIB, le taux d'emploi, les dépenses de recherche. Dès lors, ils peuvent évaluer l'incertitude liée à l'entreprise cible au niveau macro. Pendant ce temps, les indicateurs conjoncturels permettent aux analystes de chiffrer et bien saisir l'évolution dans le temps d'un certain nombre de données qui sont des indices ou des taux. Par exemple: Aux États unis, chaque mois, les analystes peuvent obtenir l'indice de la production industrielle, l'indice des prix dans la grande distribution, le taux de chômage au sens du Bureau international du travail... Cela les aide à formuler les estimations ou les appréciations concernant les incertitudes de l'entreprise cible dans une conjoncture. Outre les deux familles d'indicateurs mentionnés ci-dessus, la société de gestion des fonds et les analystes doivent s'intéresser également aux indicateurs d'alerte lors de leur processus d'investissement. Ce type d'indicateurs consiste à 3 sortes différentes: l'avertisseur, le clignotant et l'alarme. Dans le processus d'investissement, les analystes considèrent l'avertisseur comme un indice relatif à l'évolution d'une grandeur économique utilisée pour l'orientation de la politique économique. Par exemple: L'entreprise cible s'exerce dans un domaine de biens et constructions. Le nombre de nouveaux permis de construction est considéré comme un indicateur d'avertisseurs concernant l'entreprise cible. D'ailleurs, le clignotant permet aux analystes de signaler un danger dans un plan ou programme économique relatif à l'entreprise cible. Par exemple: les indicateurs de l'innovation technologique. En outre, les analystes utilisent l'alarme comme un indice pour signaler une situation de crise dont il faut sortir au plus vite quand la valeur de cet indice a atteint un seuil ou un plafond. Par exemple: la solvabilité de l'entreprise cible. Si cet indicateur est inférieur à un équilibre financier, l'entreprise cible est en faillite. Donc, les analystes continuent à surveiller pour savoir si l'entreprise cible pourrait sortir de cette situation ou non. Dans la pratique, la société de gestion des fonds, notamment les analystes peuvent se référer à la figure suivante pour avoir une vision générale sur les caractéristiques des indicateurs: le format, la forme, les familles et les trois types d'alerte qu'ils peuvent

déclencher.

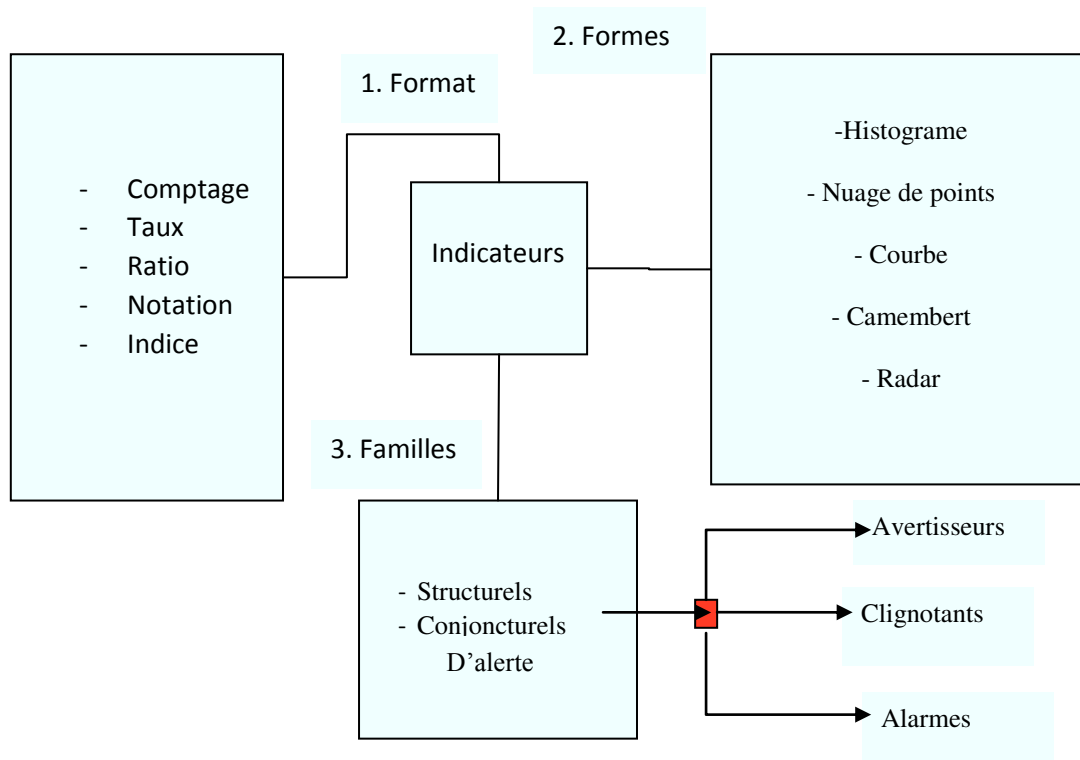


Figure 32 : Caractéristique des indicateurs.

Cette connaissance de base des indicateurs leur permet de les créer puis de les appliquer en intelligence financière. En réalité, ces types d'indicateurs permettent aux analystes d'imaginer les impacts des acteurs différents sur l'entreprise cible et/ou ses environnements. A partir de cela, ils peuvent formuler plusieurs hypothèses de scénario sur les tendances concernant un sujet à traiter (aspect d'évaluation) de l'entreprise cible et/ou celui de ses environnements. La société de gestion des fonds utilise les techniques de négociation collective pour sélectionner les scénarios les plus plausibles.

Lorsque les analystes examinent un scénario plausible, ils ne peuvent pas formuler leurs évaluations concernant un sujet à traiter de l'entreprise en se basant sur un seul indicateur. Dans ce contexte, ils doivent recouper un certain nombre d'indicateurs pour avoir une vision globale sur ce sujet. Ainsi, la société de gestion des fonds et les analystes peuvent considérer un tableau de bord comme le moyen pour regrouper et synthétiser les indicateurs pour les présenter de façon exploitable par l'ensemble des participants, notamment les analystes lors de la séance de la création collective du sens. En réalité, ce tableau de bord comporte souvent des indicateurs économiques et financiers et reflètent aussi une perception plus intuitive correspondant à l'image ou la réputation de l'entreprise cible. A partir de cela, les analystes peuvent déceler les tendances ou anticiper les ruptures concernant ce scénario. A travers les objectifs divers de l'utilisation des indicateurs et la représentation de leurs différents types, la société de gestion des fonds peut créer ses propres tableaux de bord sur mesure tels que tableaux de bord d'efficacité et ceux de fonctionnements. Dans certains cas, elle sera peut être conduite à perfectionner le dispositif d'alerte. Pour cela, la société de gestion des fonds peut

utiliser l'Excel pour créer les fonctions logiques et les filtres pour détecter les éléments avant coureurs d'un changement de tendance. Par conséquent, elle peut détecter les menaces ou les opportunités concernant l'entreprise cible.

En réalité, chaque tendance ou chaque rupture à un impact propre sur l'entreprise cible. Cela influence directement les prises de décisions de la société de gestion des fonds. Dans ce contexte, cette dernière a intérêt à classer les ruptures d'incertitudes concernant l'entreprise cible selon une hiérarchie d'évaluation. Selon Cahen (2011), on peut classer les anticipations du scénario d'un sujet à traiter de l'entreprise cible selon 3 groupes suivants: certitudes, tendances lourdes et ruptures.

b, La détermination du changement de tendance d'un sujet à traiter dans un environnement non-linaire.

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, la société de gestion de fonds collecte également beaucoup d'informations sur Internet dans son processus d'investissement. Dans ce contexte, les membres du groupe de travail sont en mesure de faire face à la surcharge d'information quand ils considèrent un sujet à traiter lié à l'entreprise cible. Ils ne peuvent pas rechercher efficacement l'information contenant des signaux faibles significatifs. Cela leur demande d'avoir un moteur qui permet la recherche automatique des informations contenant ces signaux faibles. Pour ce faire, la société de gestion de fonds peut appliquer la méthode de préparation des brèves mentionnée par Lesca (2011).

Selon cette approche, la société de gestion de fonds, en particulier les analystes, doivent également se baser sur les critères d'évaluation relatifs à la question à traiter. Ces critères sont généralement déterminés sur la base des analyses de matrice stratégique et des informations collectées. Ils aident la société de gestion et les analystes à pouvoir faire des évaluations et / ou d'anticipations relatives au développement du sujet à traiter de l'entreprise cible. Cette approche semble correspondre au point de vue de Cahen au sujet de l'exploitation des signaux faibles « Le signal faible n'est pas l'information, contrairement à ce que l'on imagine couramment, mais ce que l'on en fait, ce que l'on en exploite, en anticipe. L'information a déclenché une intuition qui fait de l'information un signal faible ». Selon ce raisonnement, la société de gestion de fonds peut compter sur son intuition pour développer de nombreux sujets d'évaluation différents contenant des signaux faibles.

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, la société de gestion de fonds organise souvent ces critères d'évaluation dans une hiérarchie. Cela l'aide à déterminer antérieurement le niveau d'impact de ces critères sur le sujet à traiter de l'entreprise cible.

Dans la réalité, ces thèmes d'anticipation sont souvent décrits par les mots clés. Afin d'explorer ces thèmes, la société de gestion de fonds doit réaliser un tableau de recherche des mots clés. Basé sur ses expériences, sur son intuition, ainsi que sur le contexte étudié, elle peut le compléter par d'autres mots-clés au fil du temps. En outre, elle peut également

consulter les experts dans des domaines liés au thème à traiter. Cela lui permettra de sélectionner les mots-clés appropriés à l'évaluation.

En fait, la société de gestion de fonds est très intéressée par le lien entre ces mots clés. Cela peut l'aider à proposer des interprétations de signaux faibles. Par conséquent, l'analyste devrait rendre compte du développement d'un tableau de recherche des mots clés interconnectés et liés. Nous pouvons regarder le tableau de référence suivant:

Mots caractérisitques																			
Mots caractéristiques	CO2	Acide formide	ASTAR Singapour	Biocarburants	carbone	EADS	Ethanol	Graphène	Méthanol	nanocarbone	Pile combustible	TOSHIBA	Univer Singapore	Instit Néél Gnoble	Algue	Biogostral	Arkema	Acroléine	
CO2																			
Acide formide																			
ASTAR Singapour																			
Biocarburants																			
carbone																			
EADS																			
Ethanol																			
Graphène																			
Méthanol																			
nanocarbone																			
Pile combustible																			
TOSHIBA																			
Univer Singapore																			
Instit Néél Gnoble																			
Algue																			
Biogostral																			
Arkema																			
Acroléine																			

Tableau 10 : Tableau de recherche des mots caractéristiques du domaine exploré. (Lesca, 2011)

Grâce à un logiciel informatique comme **Aproxima**, la société de gestion de fonds, en particulier les analystes, peuvent entrer ces mots clés afin d'identifier automatiquement les brèves contenant des signaux faibles possibles. Cet outil les aide également à trouver les sources d'information ou les full-textes contenant ces brèves.

Après avoir automatiquement sélectionné certaines brèves, la société de gestion de fonds, en particulier les analystes, peuvent continuer à utiliser la méthode puzzles pour créer le sens

commun pour ces signaux faibles. Ce travail leur permettra de faire des évaluations du changement de tendance pour les contextes spécifiques.

Toutefois, cette méthode d'évaluation peut omettre certains signaux faibles significatifs liés à l'entreprise cible. Il faut rappeler que ces signaux faibles peuvent contenir les évaluations biaisées des parties prenantes de cette dernière (biais cognitif). Ces évaluations biaisées ont souvent un script spécifique. Grâce au développement de la TIC, ces contenus sont souvent facilement propagés dans des communautés, en particulier celle des investisseurs à travers des textes. Cela explique pourquoi les biais cognitifs s'accumulent dans le contexte d'aujourd'hui. Sous l'effet cumulatif de ces biais, dans certains cas, certains mots-clés ont tendance à être réutilisés plusieurs fois dans les textes liés aux thèmes à traiter. Dans d'autres cas, certains autres mots-clés ne sont pas souvent pris en compte. Dans le contexte du changement d'aujourd'hui, les mots clés répétés plusieurs fois contiennent les contenus qui ont souvent un fort impact sur l'évaluation du thème à traiter lié à l'entreprise cible. Ceci reflète la cause principale de la formation des bulles spéculatives dans le contexte du changement. Dans la réalité, cet effet cumulatif conduit les investisseurs, en particulier la société de gestion de fonds, à ne pas reconnaître les biais dans leur évaluation. Quand ils rencontrent des informations infirmant les évaluations antérieures, ils auront tendance à ignorer ces informations. Ceci est la nature humaine. Par conséquent, la société de gestion de fonds sera facilement vulnérable quand des bulles spéculatives sont activées ou éclatées. Dans ce contexte, ils se sentiront très mal si cet éclatement a de mauvaises conséquences. Une nouvelle question posée à la société de gestion de fonds: « Comment peut-on déterminer la transformation des signaux faibles en des bulles spéculatives ou en un changement de tendance dans un environnement non-linéaire? ».

Pour répondre à cette question, la société de gestion de fonds devrait déterminer la règle qui doit être appliquée dans les évaluations d'un thème à traiter dans l'environnement non-linéaire. Ces observations montrent que cette évaluation suit la règle d'accumulation ou celle de distribution prioritaire (loi de Zipf) dans le contexte en pleine mutation. Selon ce raisonnement, la société de gestion de fonds devrait identifier certains mots-clés contenant des contenus qui ont un fort impact sur le thème à traiter. Cela lui permet de détecter antérieurement les signaux faibles constituant des éléments avant coureurs d'un changement de tendance.

Dans la réalité, les mots clés apparus plusieurs fois résultent souvent de l'apparition des bulles spéculatives. Quand elles sont activées, la société de gestion de fonds est souvent confrontée aux forts impacts. Par conséquent, elle doit identifier une liste de mots clés apparus fréquemment lorsqu'elle examine l'évaluation d'un thème à traiter. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, la société de gestion de fonds, en particulier les analystes, peuvent s'appuyer sur leur intuition pour déterminer les thèmes d'évaluation et les mots-clés pertinents, nécessaires dans un tableau de recherche des mots clés. Au fil du temps, ils peuvent identifier et compléter d'autres mots clés significatifs pour le thème à traiter. Pour détecter ces mots clés apparus fréquemment, la société de gestion de fonds peut se baser sur les tableaux de recherche des mots clés et sur son intuition. Cependant, dans le contexte de la

surcharge d'information, elle fait face à de nombreuses difficultés dans l'identification des mots-clés apparus plusieurs fois en s'appuyant sur son intuition. Pour surmonter cette difficulté, elle ou l'analyste peut utiliser des outils informatiques tels que le logiciel Aproxima pour identifier automatiquement les brèves contenant les signaux faibles significatifs. En outre, cet outil aide également à retrouver les full-textes ou la source de l'information brute. Il faut noter que dans ces full-textes ou cette source de l'information brute, les évaluations biaisées comportent généralement deux tendances: positive ou négative concernant le thème à traiter de l'entreprise cible. Par conséquent, l'évaluation du biais se traduit souvent par l'évaluation émotionnelle ou celle de polarisation.

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, ces évaluations se trouvent souvent dans de nombreux full-textes. Dans ce contexte, la société de gestion de fonds doit synthétiser toutes ces évaluations afin d'avoir une vue objective sur un thème lié à traiter. Pour ce faire, elle doit stocker tous ces full-textes dans sa base de données avant de les faire traiter à l'étape d'analyse du contenu. Dans ce contexte, la méthode d'évaluation de la société de gestion de fonds est aussi très vulnérable sous l'impact de l'effet cumulatif ou de la distribution prioritaire. Cela conduit facilement ses évaluations à devenir négatives ou positives. Par conséquent, la société de gestion de fonds ou les analystes devraient utiliser les outils informatiques tels que les logiciels d'analyse de textes ou d'analyse de polarisation mentionnés par Boutin (2008). Cela leur permettra d'évaluer la polarisation pour chaque thème d'anticipation ou pour les critères d'évaluation dans les textes concernés. En conséquence, la société de gestion de fonds, en particulier les analystes peuvent faire des anticipations quant à la possibilité de changement de tendance du contexte du thème à traiter.

En fait, cette méthode a pour but d'aider l'entreprise de gestion de fonds ou les analystes à affirmer ou infirmer la tendance du scénario stratégique plus plausible à travers la méthode d'évaluation d'investissement de façon rationnelle. Dès lors, ils peuvent pertinemment faire des jugements pour le thème à évaluer dans le contexte du changement.

2.2.1.3 Décision

1. Synthèse - action : Aide à décision, documents correspondants

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, les sociétés de gestion de fonds devraient avoir un plan de synthèse pour fournir des informations nécessaires ou des scénarios hypothétiques étudiés pour les personnes qui en auront besoin quand ils considèrent un sujet relatif à l'entreprise cible. Cela permet aux participants du groupe de travail de pouvoir comprendre et prendre des décisions dans le meilleur moyen.

Cependant, dans la réalité, les sociétés de gestion de fonds, en particulier les décideurs devraient prendre leur décision dans la dimension d'évaluation en se basant sur nombreux différents sujets à traiter et dans différents domaines (financier, économique, technique, sociale et l'image / la réputation de l'entreprise) relatifs à l'entreprise cible ou à son environnement. En effet, elles (les sociétés de gestion de fonds) peuvent utiliser des indicateurs spécifiques, des tableaux de bord comme des outils de soutien à l'investissement

pour évaluer l'entreprise cible dans le domaine financier. De même, elles peuvent maîtriser les systèmes qui permettent d'émettre les mises en garde, les dispositifs de déclenchement de décisions d'investissement à un niveau plus supérieur quand elles évaluent l'entreprise cible dans des domaines économique, techniques, sociaux et ceux de l'image / la réputation.

Dans l'environnement en pleine de mutation aujourd'hui, les sociétés de gestion de fonds devraient continuer à surveiller les domaines relatifs à l'entreprise cible et / ou son environnement de façon systématique. Ce travail les oblige à préparer la prise d'une meilleure décision d'investissement en se basant sur l'exploitation rigoureuse des informations. Dans ce contexte, elles devraient disposer d'une méthode pour directement publier les informations nécessaires ou les scénarios hypothétiques étudiés par les utilisateurs. Cette méthodologie leur demande de stocker et préparer des informations utiles pour les séances de travail afin de créer le sens commun, de communiquer des opinions synthétiques aux décideurs.

Par conséquent, il faut que les sociétés de gestion de fonds développent un plan de synthèse quand elles évaluent l'entreprise cible ou son environnement. Comme lors de l'évaluation d'un sujet à résoudre, elles devraient construire un plan de synthèse qui prend en compte toutes les critères d'évaluation ainsi que les domaines d'évaluation relatifs à l'entreprise cible. Cela les aidera également, en particulier aux décideurs, à développer des plans de synthèse – action créés par des évaluations dans les domaines relatifs à cette dernière afin de prendre des décisions d'investissement.

Il faut souligner que le plan de synthèse et le plan de synthèse – action sont développés en se basant sur la hiérarchie des critères d'évaluation relatifs à l'entreprise cible. Voici l'exemple d'un plan de synthèse.

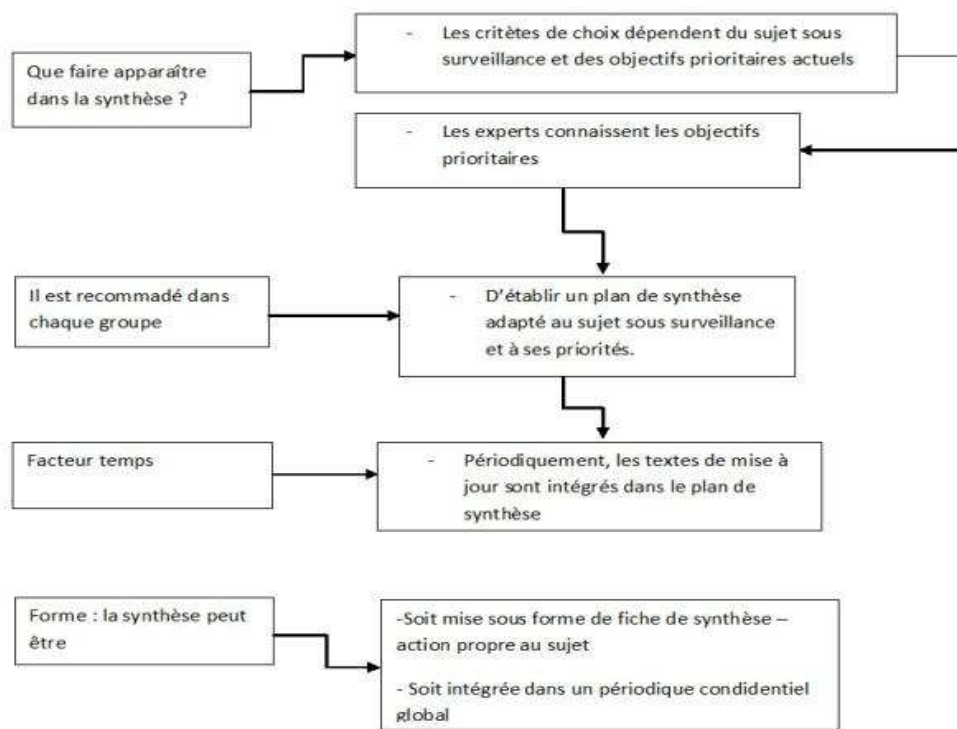


Figure 33 : Plan de synthèse, Jakobiak, 2011

2. Analyse : Processus de préparation de décision

A. Hiérarchiser tous les scénarios hypothétiques des sujets différents

Dans les scénarios hypothétiques étudiés, le changement de chacun axe stratégique ou les ruptures des signaux faibles ont souvent un certain niveau d'impact sur un sujet à traiter lié à l'entreprise cible. Dans le contexte d'aujourd'hui, sous l'effet de la mondialisation et de la TIC (Technologie de l'information et de la communication), ces changements affectent non seulement le sujet à traiter, mais aussi d'autres dimensions d'évaluation qui constituent l'image / la réputation de l'entreprise cible dans les scénarios hypothétiques étudiés. Cela peut directement influencer sur les décisions d'investissement des sociétés de gestion de fonds, en particulier celles des décideurs (des gestionnaires de portefeuille).

Dans ce contexte, l'évaluation des ruptures des changements de tendance des scénarios hypothétiques étudiés suivent souvent la loi de Zipf. Par conséquent, les sociétés de gestion de fonds devraient classer les facteurs d'évaluation qui constituent ces changements de tendance des contextes ou ces ruptures de signaux faibles dans les scénarios hypothétiques étudiés selon une hiérarchie. En fait, cette hiérarchie est développée selon les différents domaines d'activités, les différentes entreprises cibles, les différents contextes d'évaluation ainsi que selon les contraintes des sociétés de gestion de fonds. Par exemple, lors de l'évaluation des entreprises opérant dans le domaine des matériaux de construction, quelques sociétés de

gestion de fonds apprécient souvent les critères financiers, économiques plus que ceux de technique et de l'image / la réputation de l'entreprise. En réalité, l'hierarchie de ces critères est habituellement définie dès le début, lorsque ces dernières évaluent l'entreprise cible d'une façon rationnelle.

Comme nous avons mentionné ci-dessus, le niveau de priorité pour les critères d'évaluation ne semble pas changer, lorsque les investisseurs, en particulier les sociétés de gestion de fonds, considèrent la réputation d'une entreprise dans l'environnement aujourd'hui. Ceci est également confirmé par Mandelbrot: « les mesures numériques ou statistiques de la fractale restent (grosso modo) les mêmes à toutes les échelles – contrairement à ce qui se passe avec la courbe de Gauss, le ratio est le même ». A partir de cela, le taux prioritaire vis-à-vis des dimensions qui constituent la réputation de l'entreprise est également conservé même dans le monde Extremistan ou dans le contexte de changement aujourd'hui. Selon cette idée, Taleb pense que les investisseurs, en particulier les sociétés de gestion de fonds, peuvent identifier la source d'un certain nombre d'incertitudes et leur impact sur la réputation / l'image de l'entreprise cible. En outre, ces dernières pouvaient discerner les tendances des scénarios hypothétiques étudiés (positifs ou négatifs) dans le processus d'investissement par l'analyse de la polarité. En conséquence, elles pouvaient former les méthodes de gestion des risques imprévisibles en triant les changements des tendances ou les ruptures de signaux faibles.

Selon cet argument, les sociétés de gestion de fonds devraient prendre en compte d'une part la détermination de l'origine de ces incertitudes, d'autre part, évaluer le niveau d'impact des incertitudes engendrées par les signaux faibles dans la hiérarchie de ses critères d'évaluation lorsqu'elles considèrent un sujet à traiter relatif à l'entreprise cible. Pour ce faire, elles devraient développer une hiérarchie des critères d'évaluation dans leur processus d'investissement. Dans ce système, le taux prioritaire des éléments constituant la réputation de l'entreprise, est constant dans les évaluations rationnelles ainsi que celles associées à l'environnement non-linéaire. Depuis lors, les sociétés de gestion de fonds, en particulier les décideurs, peuvent déterminer le niveau d'impact de chaque sujet sur l'entreprises cible. Cela leur permet également de construire une hiérarchie de décisions d'investissement lorsqu'elles considèrent l'entreprise cible et son environnement. Depuis lors, les sociétés de gestion de fonds, en particulier les gérants de portefeuilles, peuvent synthétiser les évaluations dans les scénarios hypothétiques étudiés afin de juger concernant l'entreprise cible et son environnement.

B. Méthode de choix : Méthode AHP (Analytic Hierarchy Process)

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, les sociétés de gestion de fonds, en particulier les décideurs, devraient procéder à la synthèse des évaluations, dans les scénarios hypothétiques étudiés, sur l'entreprise cible et son environnement dans différentes dimensions d'évaluation pour prendre des décisions d'investissement ou faire des jugements au sujet de certaines dimensions d'évaluation. En effet, ils peuvent être confrontés à de nombreux scénarios hypothétiques différents, de nombreux critères d'évaluation différents quand ils considèrent la même dimension d'évaluation relative à l'entreprise cible ou à son environnement. Dans ce

contexte, une question se pose: «Comment les décideurs peuvent-ils choisir le scénario le plus approprié, parmi les scénarios hypothétiques étudiés, qui soit constitué par les indicateurs sélectionnés, les tableaux de bord de manière d'évaluation rationnelle et les évaluations dans l'environnement non-linéaire ? ». En outre, la méthode devrait aider les décideurs en fonction de deux critères:

- Premièrement, mieux évaluer la situation – le problème, et prendre de la meilleure décision.
- Deuxièmement, prouver et convaincre de leur méthode de prise de décision.

Pour répondre aux exigences ci-dessus, les sociétés de gestion de fonds, en particulier les décideurs, peuvent faire référence à la méthode AHP (Analytic Hierarchy Process) développé par Thomas L.Saaty afin d'estimer ou de choisir les scénarios hypothétiques les plus appropriés, parmi ceux étudiés. Cette méthode est connue comme l'une des techniques les plus courantes appliquées dans l'analyse de décision sur des multiples critères. De là, les décideurs peuvent résoudre les problèmes quantitatifs en attribuant les valeurs numériques aux critères décisives et à celles alternatives. Ils peuvent déterminer le niveau d'importance des dimensions d'évaluation ou des indicateurs déterminés à travers les comparaisons binaires. Cela leur permet d'avoir une méthodologie d'évaluation de manière systématique.

Grâce à la méthode AHP, les sociétés de gestion de fonds, en particulier les décideurs, peuvent hiérarchiser les critères d'évaluation ou les dimensions d'évaluation, ainsi que prédéterminer les petits impacts qui affectent significativement l'entreprise cible dans le monde en pleine de mutation aujourd'hui. Bien que ce soit une méthode simple et efficace, ce travail demande beaucoup de temps.

3. Diffusion

Comme nous avons indiqué ci-dessus, afin de prendre des décisions d'investissement, les sociétés de gestion de fonds, en particulier les décideurs (gérants de portefeuilles), doivent synthétiser les évaluations sur de nombreuses dimensions d'évaluation différentes quand ils considèrent l'entreprise cible ainsi que son environnement. Dans ce contexte, nous pensons qu'ils continuent à utiliser la méthode d'analyse de la performance globale de l'entreprise cible pour prendre des décisions d'investissement. Ce travail leur demande d'obtenir les informations relatives à cette dernière et à son environnement. La synthèse des évaluations sur ces différents sujets permet aux sociétés de gestion de fonds, notamment aux analystes, de faire des évaluations sur l'entreprise cible ou sur sa performance globale. De là, ils peuvent prendre de décisions d'investissement pertinentes.

A. Confronter les scénarios

Après de collecter les évaluations et de les synthétiser dans les scénarios étudiés, relatives à l'entreprise cible et son environnement, les décideurs doivent procéder à l'évaluation, à l'hierarchisation du scénario le plus approprié. Ce travail les aide à comprendre les problèmes quand ils considèrent une question d'évaluation liée à l'entreprise cible ou à son environnement. Cela leur permet de saisir les compétences de cette entreprise, ses forces, ses faiblesses, sa capacité de mobilisation des ressources pour répondre aux contraintes des parties prenantes ou à ses engagements. En outre, ils acquièrent également des connaissances concernant les risques ainsi que les opportunités liés à l'environnement dans lequel l'entreprise cible opère (clients, fournisseurs, concurrents, acteurs sociaux, marché, etc.). Pour prendre de décisions d'investissement, outre les étapes préparatoires décisives qui sont mentionnées ci-dessus, les sociétés de gestion de fonds, en particulier les décideurs, devraient prendre en compte les situations décisives.

Dans la réalité, ces situations décisives sont déterminées en confrontant le scénario le plus plausible pour l'évolution de l'entreprise cible à celui le plus approprié pour l'évolution du marché (les engagements de l'entreprise, les demandes des parties prenantes). Ce travail permet aux investisseurs d'évaluer si la capacité de l'entreprise cible peut répondre aux conditions de son environnement. Depuis lors, les investisseurs peuvent également détecter les incertitudes liées à l'entreprise cible dans le contexte d'aujourd'hui. Ces incertitudes peuvent comprendre les opportunités d'investissement ou les risques stratégiques que cette dernière peut facilement rencontrer dans l'environnement en plein changement. Grâce au système hiérarchique mentionné ci-dessus, les décideurs peuvent évaluer le niveau d'impact des incertitudes qu'ils peuvent rencontrer lors de l'examen de l'entreprise cible. En outre, les sociétés de gestion du fonds peuvent déterminer les évaluations polarisantes (tendance positive ou négative) relatives à l'image / la réputation de cette dernière et de son environnement sur toutes les dimensions d'évaluation. Cela leur permet de confirmer ou d'infirmer leurs jugements sur cette dernière. De là, ils peuvent prendre les mesures appropriées dans le processus d'investissement.

Avant d'effectuer la confrontation du scénario le plus approprié au développement de l'entreprise à celui le plus approprié à l'environnement, les sociétés de gestion de fonds, en particulier les investisseurs devraient distinguer les deux canaux de traitement des informations selon la figure ci-dessous:

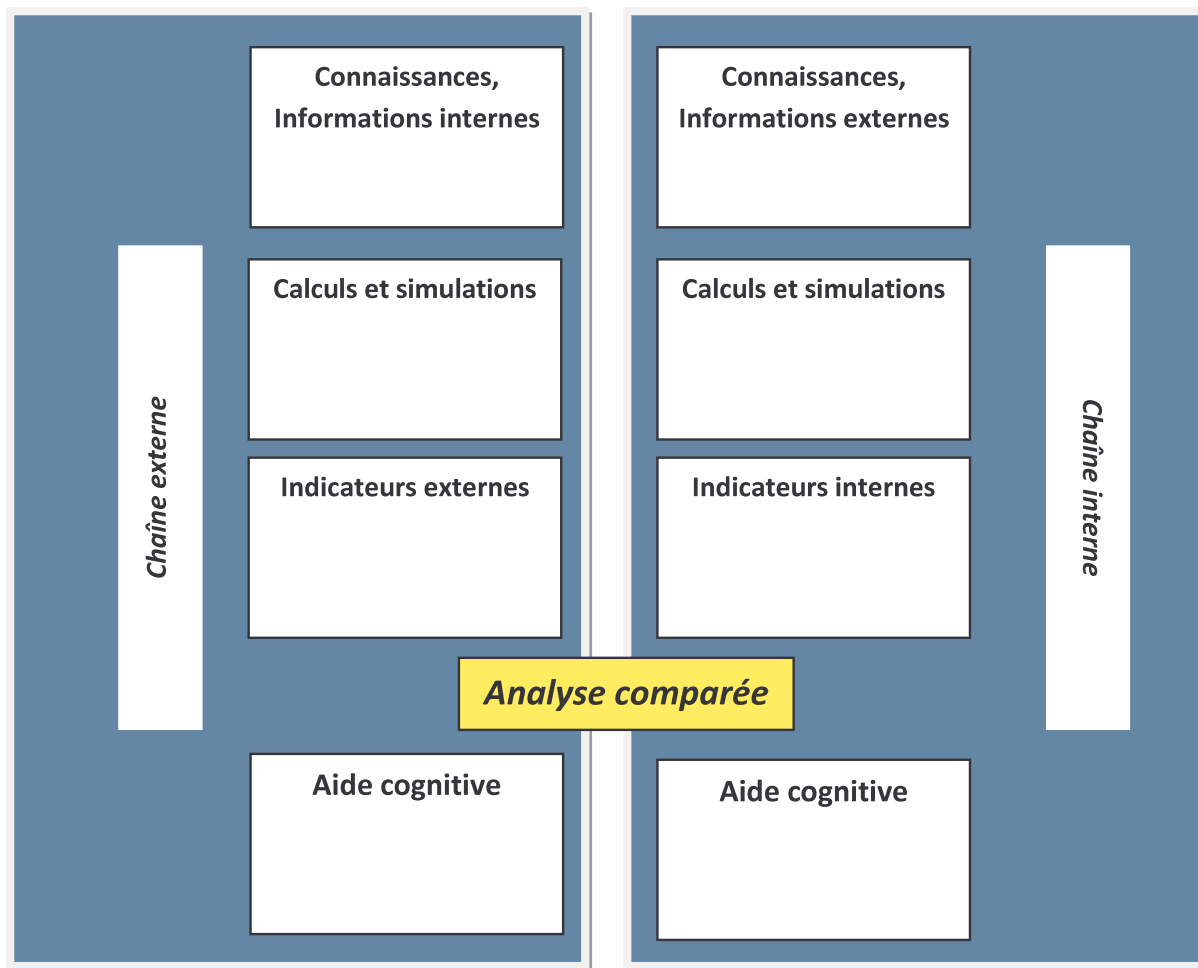


Figure 34 : Schéma de raisonnement organisé en deux chaînes

Selon Alquier et Tignol (2007), les informations internes de l'entreprise cible représentent les connaissances au sujet de cette dernière, qui sont produites sans aucun impact sur l'environnement. Pendant ce temps, celles externes sont définies comme les connaissances concernant l'environnement de la firme, qui résultent de son interaction avec l'environnement. Selon cette définition, les sociétés de gestion de fonds devraient discerner et organiser ces informations internes et externes dès le début, dans le processus de collecte des informations.

En réalité, les sociétés de gestion de fonds font face à de nombreuses difficultés dans la recherche et le traitement des informations internes de l'entreprise cible. Ces informations sont souvent divulguées par les parties prenantes liées à cette dernière (clients, fournisseurs, employés, acteurs sociaux, gestionnaires). Par conséquent, la qualité de ces informations n'est pas souvent garantie. En effet, certaines parties prenantes peuvent fournir de fausses informations ou divulguer tardivement des informations pour protéger leurs intérêts individuels ou ceux collectifs. Dans ce contexte, les sociétés de gestion de fonds effectuent la vérification, l'analyse, la systématisation et la structuration des informations grâce aux étapes de l'exploitation des informations ci-dessus.

Les informations externes de l'entreprise cible peut être plus facilement recueillies que celles internes. Cependant, elles sont souvent peu organisées. En fait, les sociétés de gestion de

fonds ont souvent les difficultés suivantes lors de la collecte et du traitement de ces informations:

- Absence fréquente des sources informationnelles et mal organisées,
- Facteurs d'interprétation complexes,
- Difficultés à synthétiser les différentes sources,
- Modes de raisonnement spécifiques,

Face à ces difficultés, ainsi que pour les types d'informations internes de l'entreprise cible, les sociétés de gestion de fonds ont également des méthodes et des outils pour rechercher, structurer et systématiser ces informations externes.

En fait, ces méthodes et ces outils ont été développés sur la base de l'aide cognitive ou d'un processus de gestion des connaissances. Cela permet au processus d'exploitation générale des informations dans les sociétés de gestion de fonds de se produire de manière efficace. Leurs missions principales sont les suivantes : l'aide aux essais variés (faire- défaire, l'organisation de retours - arrières et de reprise de processus de réflexion interrompus), l'aide à la mémorisation spécialisée (synthétique ou détaillée), le support de guidage (mise en œuvre des fonctions, enchaînements des activités), la facilitation des basculements entre réflexion synthétique et détaillée, l'aide à l'alternance entre les raisonnements analogique et logique, l'aide au fonctionnement analogique (présentation de synthèse,...)

A partir de ces observations, la méthodologie d'exploitation générale des informations aide les sociétés de gestion de fonds à rechercher, à vérifier et exploiter les informations relatives à l'entreprise cible et à son environnement de manière efficace. Cela leur permet de surmonter les limites des modèles d'évaluation d'investissement précédents. Dès lors, les sociétés de gestion de fonds peuvent développer la méthode d'évaluation d'investissement quand elles considèrent l'entreprise cible dans un monde stable à celui en pleine mutation d'aujourd'hui. Dans cet environnement en mutation, elles peuvent examiner, évaluer la performance globale de cette dernière pour prendre des décisions d'investissement pertinentes. Nous allons présenter cette approche dans la prochaine partie de notre thèse.

2.2.2 Modèle d'aide à la décision d'investissement

2.2.2.1 Un nouveau modèle d'évaluation de façon rationnelle

En réalité, la prise de décision d'investissement s'appuie directement sur la valeur créée de l'entreprise cible. Pour ce faire, les investisseurs, notamment la société de gestion de fonds peuvent considérer la performance globale de l'entreprise cible comme une mesure de la valeur créée de l'entreprise cible) dans le contexte actuel. Comme nous avons mentionné ci-dessus, A.Renaud pense que « La performance globale semble pouvoir s'assimiler à une convention entre l'entreprise et les parties prenantes ». De ce raisonnement, l'évaluation des

compétences de l'entreprise cible et celle de la capacité de mobilisation des ressources répondent aux attentes ou/et aux contraintes de ses parties prenantes. Dans ce contexte, l'entreprise cible peut se confronter aux risques ou aux opportunités sur les marchés auxquels elle participe. Ainsi, la société de gestion de fonds, notamment les décideurs (les gérants de portefeuilles) peuvent transformer la mesure de la performance globale à l'évaluation de risque d'affaire de l'entreprise cible. Ce travail consiste à l'évaluation de la valeur corporelle de l'entreprise cible et sa valeur incorporelle.

Auparavant, les investisseurs se sont intéressés seulement à la création de valeur des actifs tangibles sans tenir compte de la valeur incorporelle de l'entreprise cible. Autrement dit, ils se sont focalisés sur la relation entre propriétaires (actionnaires) – dirigeants sans tenir compte d'autres relations. Cette approche les oblige à évaluer si la compétence de l'entreprise cible et sa capacité de mobilisation de ressources peuvent s'adapter aux intérêts des actionnaires et/ou des investisseurs (actionnaires potentielles). Pour ce faire, les investisseurs doivent déterminer la performance financière et celle économique de l'entreprise sur les marchés financiers et les marchés réels. Dans ce contexte, d'une part, il est nécessaire de déterminer la compétence de l'entreprise cible, ses ressources (financière, humaine, technologique). D'autre part, les investisseurs doivent déterminer les évolutions des marchés financiers et des marchés réels. Autrement dit déterminer également les contraintes, les attentes des parties prenantes sur les deux marchés mentionnés ci-dessus. En réalité, les investisseurs s'intéressent également à identifier les indicateurs et les aspects d'évaluation lorsqu'ils envisagent les dimensions financière, économique de l'entreprise cible. Pour ce faire, ils peuvent s'appuyer sur l'analyse financière sur l'entreprise cible. Cela les aide à évaluer la performance de l'entreprise sur les dimensions financière et économique.

A partir de ces observations, l'analyse financière ou le diagnostic financier semble faire une partie de l'analyse stratégique lorsque les investisseurs évaluent la performance globale de l'entreprise cible. Ceci est confirmé par Elie Cohen dans le livre « Analyse financière » (2006). Dans cette analyse, les investisseurs s'intéressent seulement à la relation entre les dirigeants de l'entreprise cible et ses propriétaires (actionnaires). Cette relation reflète une partie de la relation entre le dirigeant de l'entreprise cible et les autres parties prenantes.

Auparavant, les investisseurs avaient du mal à collecter suffisamment les informations concernant l'entreprise cible car ils subissaient l'effet de l'asymétrie d'information entre eux-mêmes et les parties prenantes (actionnaires, dirigeants, salariés, clients et société civiles). Cela les conduisait à avoir une vision partielle sur l'entreprise cible. Ainsi, il était difficile pour eux d'évaluer la performance globale de l'entreprise cible ou ses risques d'affaire.

Avec le développement de la nouvelle technologie de l'information et de la communication, les parties prenantes de l'entreprise cible diffusent facilement les informations sur l'entreprise cible. Ainsi, les investisseurs sont susceptibles de trouver les informations ouvertes relatives à l'entreprise cible à travers les sources d'informations telles que l'internet, les prospectus de l'entreprise. Ces informations sont reflétées par les évaluations relatives à la performance économique, celle financière de l'entreprise cible. Cela aide les investisseurs à détecter les

risques ou les opportunités concernant les actifs tangibles de l'entreprise. Néanmoins, ces informations ne reflètent pas largement la dynamique de l'environnement dans laquelle l'entreprise cible s'exerce.

Dans un tel contexte, les investisseurs ont intérêt à collecter les informations diffusées par les parties prenantes de l'entreprise cible afin de mesurer la performance de la firme sur un aspect d'évaluation. Ces informations reflètent souvent les perceptions des parties prenantes de l'entreprise cible. A partir de cela, les investisseurs peuvent réduire l'effet de l'asymétrie d'information entre eux-mêmes et les parties prenantes lorsqu'ils envisagent un aspect d'évaluation de la firme. Il faut noter que la synthèse de ces informations semble correspondre à l'image de l'entreprise cible sur un aspect d'évaluation. A côté de cela, les investisseurs peuvent synthétiser les images de l'entreprise cible sur plusieurs aspects d'évaluation pour déterminer la réputation de la firme.

Dans le contexte changeant, l'image/ la réputation de l'entreprise cible peut subir un impact fort par des risques d'affaires imprévisibles. Cela affecte directement la valeur incorporelle de l'entreprise cible ainsi que sa valeur.

En réalité, les investisseurs peuvent considérer la qualité d'informations collectées comme l'un des facteurs principaux qui les conduit à se confronter à ces risques. En effet, la qualité d'informations n'est pas souvent pertinente car certaines parties prenantes peuvent diffuser tardivement les informations ou les manipuler pour protéger leurs propres intérêts ou les intérêts de leur organisation. Cela peut entraîner les investisseurs, notamment la société de gestion de fonds à commettre les erreurs dans l'évaluation de l'entreprise cible et ses environnements.

Outre la qualité d'informations, l'évaluation des risques d'affaires de l'entreprise cible peut s'exercer dans plusieurs processus avec la participation de nombreuses parties prenantes au sein d'une organisation d'investissement, notamment d'une société de gestion de fonds. Ces processus se connectent strictement dans un processus d'investissement. Chaque processus consiste souvent à une évaluation relative aux opérations de l'entreprise cible. En fait, la qualité d'évaluation des risques de chaque processus affecte directement celle des risques de l'ensemble des processus d'investissement. Cela révèle certaines limites auxquelles les investisseurs institutionnels doivent se confronter.

Dans ce contexte, les investisseurs sont susceptibles de rencontrer les risques imprévisibles et les opportunités lorsqu'ils évaluent la valeur de l'entreprise cible. Il faut noter que la valeur de la firme se compose de deux éléments suivants : la valeur corporelle et la valeur incorporelle. Ainsi, dans le contexte changeant, les investisseurs doivent de tenir compte de la création de valeur ou des risques concernant non seulement la valeur corporelle mais aussi la valeur incorporelle lorsqu'ils envisagent la performance globale de la firme. De ce raisonnement, les investisseurs, notamment la société de gestion de fonds doivent concevoir une méthode de la mesure de performance globale de l'entreprise cible. Autrement dit, ils ont besoin de

développer une méthode pour détecter et gérer les risques d'affaires de la firme dans le contexte changeant d'aujourd'hui.

2.2.2.1.1 Approche de PRIMA

Dans ce contexte, les investisseurs, notamment la société de gestion de fonds ont intérêt à se référer à la méthode d'ingénierie PRIMA proposée par Blanc Alquier et Lagasse Tignol (2007). Cela leur permet de concevoir une méthode d'identification et de management de risques d'affaire de l'entreprise cible de façon efficace ou une méthode d'aide à la décision d'investissement issue de l'intelligence financière.

Il faut donc présenter brièvement la méthode d'ingénierie PRIMA. Cette méthode est utilisée afin de conduire les affaires de l'entreprise en examinant le risque. Blanc Alquier et Lagasse Tignol (2007) considère le risque comme l'indicateur de base des décisions de management qui présente intuitivement une certaine évidence: "faire des affaires est essentiellement prendre des risques; gérer, c'est gérer par et en fonction de risque".

Les décideurs peuvent prendre en compte les risques d'affaire dans les phases en amont des projets. Ils peuvent tenir compte des risques dans une vision de haut niveau propre aux préoccupations de management de l'entreprise:

- opportunité aussi bien que danger,
- risque industriel mais aussi économique, environnemental...
- risque client comme risque de l'entreprise.

Il faut rappeler que la méthode d'ingénierie PRIMA est mise en œuvre au niveau de management des projets, c'est à dire d'un pilotage à un haut niveau décisionnel dans l'entreprise dans les phases amont des projets. Cela permet aux dirigeants de déterminer l'efficacité économique de l'entreprise, avec un effet majeur sur le coût, le profit, la rentabilité globale d'un projet et la qualité de la prestation client.

Dans la méthode PRIMA, les dirigeants s'appuient souvent sur les indicateurs de risque d'affaire afin d'organiser les tâches de la phase conceptuelle de projets. Les activités du processus de la réponse à appel d'offre sont structurées comme ci-dessous: l'analyse de l'environnement de l'entreprise (par une approche Intelligence économique), répondre ou non à l'appel d'offre, choisir la meilleure solution technique et la meilleure offre finale.

Cette méthode oblige les analystes ou les décideurs à réaliser une analyse sémantique de risques. Elle consiste aux concepts suivants:

- risque,
- cause(s) provocatrice(s) du risque,

- probabilité d'apparition des causes,
- conséquences ou impacts (effets désirables/ indésirables) du risque,
- gravité des conséquences
- chaîne causale ou enchaînement des facteurs d'analyse d'un risque (cause - risque - impact)
- type d'évaluation du risque: quantitative (surcoût, retard de livraison...) ou qualitative (faible, moyen, fort, acceptable ou inacceptable),
- actions de mitigation ou de prise en compte du risque
- classification des actions de mitigation.

L'analyse sémantique de risques est souvent générique et devient un raisonnement universel. Elle permet d'aborder les risques de façon harmonisée et uniformisée. A partir de cela, les dirigeants, les commerciaux et les chefs de projets peuvent discuter autour de ces risques.

PRIMA permet aussi à l'entreprise et aux dirigeants de répondre aux préoccupations de demain. En réalité, le management de risque est un souci industriel majeur, actuellement et pour les années à venir. Quant au management de risque, cette méthode est intégrée à l'approche d'intelligence économique proposée par Ben Gilad. Dans cette méthode, l'intelligence économique est d'abord et avant tout une approche de management de risque ou "industry risk management". D'ailleurs, Ben Gilad pense que le rôle des spécialistes d'Intelligence Économique est le management de risques et vice versa. Comme nous avons mentionné ci-dessus, les dirigeants de l'entreprise ont le rôle de management de risque d'affaire dans l'entreprise. Ainsi, ils peuvent être considérés comme les spécialistes d'intelligence économique.

Dans la méthode proposée par Ben Gilad, PRIMA devient une stratégie d'action comportant un système d'aide à la décision et du management des connaissances risque - business. Ce système consiste en plusieurs étapes:

- Un ensemble des processus clés de réponse à appel d'offre,
- Un référentiel de réorganisation de ces processus,
- des indicateurs de contrôle de son exécution,
- des indicateurs de performance des propositions issues du processus,
- des mesures d'efficacité de l'organisation,
- des tableaux de bord de management.

Cette méthode permet aux dirigeants de l'entreprise d'organiser la coopération dans le processus de réponse à appel d'offre: rapproche de compétences variées sur une courte période de temps, partage des connaissances co-construites, support aux compromis entre les divers acteurs (responsable RAO, direction, équipe commerciale, technique ou devis, gestionnaire qualité, gestionnaire risque,...).

Il faut noter que la méthode PRIMA se compose de l'ensemble de la méthode et des outils permettant de faire face à l'institutionnalisation dans les entreprises de l'aversion au risque. Elle fournit la connaissance et un modèle comportemental et organisationnel. Cela permet aux dirigeants de surmonter leurs blocages. Il s'agit de détecter au plus tôt les indices de changement dans l'environnement, de les étudier avec des experts internes ou externes à l'entreprise, et d'y apporter les réponses stratégiques adéquates. Cela aide l'entreprise à intégrer le management de risque dans sa culture et ses activités.

PRIMA s'intègre à l'entreprise et elle permet de suivre les projets de l'entreprise. Quant à la réponse à l'appel d'offre, PRIMA aide à organiser un plan de management des risques - projet et le retour d'expérience. Cela permet aux dirigeants de conditionner la coordination entre le management du risque (niveau stratégique de l'entreprise) et la gestion du risque (niveau opérationnel des projets).

Enfin, PRIMA est connue comme une méthode d'action stratégique au sein de l'entreprise. Elle se focalise sur la balance entre valeur pour le client et valeur pour l'entreprise. Ce raisonnement incite l'entreprise à favoriser l'innovation en mettant le client au cœur de l'action stratégique. Cela permet à l'entreprise de se distinguer du courant économique actuel, qui favorise trop la focalisation sur la compétition. Dans un tel processus, l'entreprise cherche avant tout à faire mieux et moins cher que le concurrent et perd de vue la valeur client.

En réalité, la méthode de PRIMA est utilisée pour piloter une entreprise qui travaille dans un secteur non financier. Cependant, elle ne constitue pas une approche d'aide à la décision dans une institution financière, notamment la société de gestion de fonds. Dès lors, nous avons intérêt à concevoir une méthode d'aide à la décision d'intelligence financière dans une société de gestion de fonds.

2.2.2.1.2 Méthode d'aide à la décision de l'intelligence financière (MADIF)

2.2.2.1.2.1 Définition de la méthode d'aide à la décision de l'intelligence financière

Comme toutes les autres nouvelles méthodes, la méthode de la prise de décision d'intelligence financière (MADIF) doit se positionner face à d'autres méthodes. En outre, elle est liée dans la réflexion globale de l'activité de la société de gestion de fonds, son organisation, sa stratégie.

De même que la méthode de PRIMA, la MADIF s'appuie sur un système d'aide à la décision et le management de connaissances sur les risques d'affaires de l'entreprise cible issu de l'intelligence économique.

En outre, il faut prendre en compte les différences principales entre la méthode de PRIMA et la MADIF. En réalité, la PRIMA est utilisée par les dirigeants dont l'entreprise s'exerce dans les activités d'industrie. Elle ne tient pas compte du concept de l'image/ de la réputation de la firme. Pendant ce temps, la MADIF est réservée aux gérants de portefeuilles, aux investisseurs institutionnels lorsqu'ils envisagent les entreprises cibles cotées sur les marchés financiers. Cette méthode intègre strictement le concept de l'image/ de la réputation de l'entreprise cible.

Dans le système d'intelligence financière ou le système de renseignement d'investissement, la MADIF se positionne par rapport aux méthodes existantes, en se basant sur les critères suivants :

- Convergence des principes, des concepts et des approches.
- Synthèse des méthodes existantes (méthodes de l'analyse des matrices stratégiques).
- Proposition complémentaire d'une méthode de l'analyse de la valeur incorporelle de l'entreprise cible, notamment l'évaluation de la réputation de la firme dans le contexte actuel.

La MADIF s'appuie sur les décisions d'investissement et les réflexions stratégiques concernant les activités stratégiques de l'entreprise cible ainsi que ses environnements. De ce raisonnement, la société de gestion de fonds, notamment les décideurs (les gérants de portefeuilles) doivent d'abord prendre en considération les approches stratégiques et la capacité concurrentielle de l'entreprise cible dans lesquelles cette méthode peuvent intégrer :

- L'approche d'intelligence économique
- Organisation par processus.
- Management de risques
- Gestion de projet d'investissement.

Cette méthode est connue comme une méthode de management de risque de façon systématique pour les investisseurs institutionnels, notamment la société de gestion de fonds. Elle renouvelle les méthodes existantes en proposant une méthode complémentaire pour évaluer la valeur de l'entreprise cible dans le contexte changeant. Cette méthode vise à synthétiser plusieurs facettes d'évaluation.

1) En intelligence économique

Le modèle d'aide à la décision d'intelligence financière (MADIF) impose à la société de gestion de fonds de considérer le risque d'affaire de l'entreprise cible comme un indicateur de base de décisions d'investissement. Ce raisonnement l'incite à s'inspirer d'un "strategic early warning system" ou SEWS proposé par Ben Gilad (2000), pour concevoir son propre système d'alerte stratégique amont. Cela lui permet d'identifier le risque business au plus tôt.

De même de SEWS proposé par Ben Gilad, MEDIF prend en compte l'idée d'estimation des risques et d'organisation des actions de mitigation dès les phases amont impliquant l'ensemble de l'entreprise cible.

Dans le contexte actuel, MEDIF peut déceler les effets majeurs dans chacun des domaines d'activité de l'entreprise cible:

- révision de la stratégie marketing;
- révision de la stratégie opérationnelle;
- développement de business;
- accélération ou décélération de la R&D

Il faut rappeler que Ben Gilad propose l'idée de "minimisation" des risques dans son SEWS. Néanmoins, de même que PRIMA, MADIF permet à la société de gestion de fonds de considérer les opportunités. Cela conduit à un point de vue radicalement différent par rapport au SEWS de Ben Gilad

Dans MADIF, la société de gestion de fonds réalise les mêmes étapes de SEWS:

- Etablir la cartographie des domaines à haut risque en utilisant les approches et estimations aussi bien qualitatives et quantitatives.
- Construire les indicateurs quantitatifs et qualitatifs.
- Suivre les indicateurs et organiser les alertes en fonction de niveaux. Ces niveaux s'appuient sur des données passées, des trajectoires de projection ou des consensus d'experts.
- Mettre à jour des informations.

Ce raisonnement permet au MADIF de proposer des aides à la prise de décision organisées et mises en situation de façon permanente. L'approche contient également une recherche d'actions pertinentes et le suivi de ces actions (plan de management des risques d'affaire de l'entreprise cible)

Le SEWS de MADIF fournit un tableau de bord prospectif en utilisant l'approche de la convention proposée par A.Renaud pour mesurer la performance globale de l'entreprise cible.

MADIF apporte un instrument d'aide à la décision stratégique d'investissement pour les décideurs, notamment les gérants de portefeuilles. Cet instrument est conçu à partir des indicateurs de la performance globale de l'entreprise concernant les différentes dimensions d'évaluation: finance, économie, technologie, image de l'entreprise cible. Ce tableau permet à la société de gestion de fonds de formuler les anticipations concernant l'entreprise cible sur plusieurs ces dimensions d'évaluation.

Le SEWS de MADIF est à la fois un référentiel de l'entreprise, une méthode d'élaboration des projets d'investissement en cours de négociation et un instrument de mesure du risque business de ces projets. Dans ce système, il doit tenir compte des attentes, des contraintes de parties prenantes de l'entreprise cible ainsi que de sa compétence, de sa capacité de mobilisation des ressources pour répondre à ces attentes. D'ailleurs, la capitalisation des connaissances sur le risque d'affaire dans MADIF apporte à la société de gestion de fonds des moyens d'évaluation des risques et opportunités, et d'évolution face à cette évaluation.

Le positionnement de MADIF en intelligence économique permet de définir le profil et le rôle du manager de risque dans MADIF de la société de gestion de fonds: c'est un spécialiste d'intelligence économique ou plus concrètement un spécialiste d'Intelligence financière.

Dans MADIF, le management de risques nécessite un ensemble d'actions pertinentes en se basant sur les attitudes des individus aussi bien que sur les pratiques organisationnelles.

Il faut prendre en considération plusieurs éléments qui influencent sur les attitudes d'aversion ou de propension au risque. Ces éléments consistent aux facteurs culturels, au groupe (la propension au risque est accrue dans un groupe, elle est plus forte dans les petites entreprises), et aux personnels (âge, niveau d'éducation, revenus, niveau hiérarchique). Elles se varient selon les situations et au cours du temps.

Outre les attitudes personnelles, il faut prendre en compte les attitudes organisationnelles face au risque. Il s'agit de la tendance globale à la propension, à l'aversion ou au déni, des difficultés d'organisation face à l'incertitude, des réactions inadaptées à l'ambiguïté.

Agir sur ces attitudes est une pratique organisationnelle qui demande persévérance, régularité et apprentissage, aussi MADIF permet de :

- Évaluer des opportunités de l'entreprise cible et ainsi que ses risques potentiels
- Séparer les risques liés à des événements des risques dus uniquement à des incertitudes. Cette dissociation novatrice a un impact important sur le plan des attitudes et des évaluations pour l'entreprise cible;
- Analyser les échecs dans les activités de l'entreprise cible. Ce travail permet à la société de gestion de fonds de disposer de plus porteurs d'évolution et d'enseignement que le constant et la prise en compte de succès.

- Fouiller des données et capitaliser des connaissances des attentes, des contraintes de différentes parties prenantes de l'entreprise cible.
- Collecter, traiter les informations de l'entreprise cible (sa capacité de mobilisation des ressources, sa compétence, ses points forts, ses points faibles) et construire une mémoire de la société de gestion de fonds pour concentrer le travail de réflexion sur les composants ou processus les plus sensibles en conception,
- Identifier systématiquement les "drivers" ou les facteurs d'évaluation pour guider le feedback et progresser des équipes de travail.
- Organiser, assigner les acteurs de la société de gestion de fonds pour capturer les risques d'affaire.

2) En organisation par processus

MADIF propose un référentiel du processus d'évaluation de risques internes de l'entreprise cible (diagnostic interne) et celui de ses risques externes (diagnostic externe) qui sont en interaction avec d'autres processus de la société de gestion de fonds. Dans ce contexte, les investisseurs institutionnels, notamment les sociétés de gestion de fonds se posent la question concernant l'impact éventuel de MADIF dans une organisation par processus.

L'organisation par processus

A partir des années 1990, l'organisation par processus est connue comme nouvelle théorie d'organisation du travail. Selon Davanport, elle présente aussi une forme nouvelle de management de l'entreprise qu'il appelle management par processus.

Quant à la société de gestion de fonds, un processus consiste à un ensemble structuré (organisé) à des activités dont les résultats sont une sortie spécifiée pour un aspect d'évaluation concernant l'entreprise cible ou ses marchés. Selon Blanc Alquier et Lagasse Tignol (2007), il n'existe pas plus d'une vingtaine de processus clés et génériques dans une entreprise, même la plus complexe.

Il faut noter que l'organisation par processus reflète une structure du travail orientée processus aussi bien qu'une vision processus des affaires. De ce raisonnement, la société de gestion de fonds nécessite de se focaliser sur leur processus d'évaluation de l'entreprise cible et celui de ses marchés. La cohérence entre les deux types d'évaluation lui permet de préparer les évaluations pertinentes concernant l'entreprise cible. Cela peut influencer directement sur la structure du travail et l'efficacité de la société de gestion de fonds.

Blanc Alquier et Lagasse Tignol (2007) pense que " L'organisation par processus est une vue horizontale de l'entreprise, qui traverse les frontières existantes entre unités organisationnelles et organisation des tâches". Ce type d'organisation est une organisation matricielle de travail qui intègre les métiers, les fonctions et les procédures. Cela représente une nouvelle théorie

d'organisation du travail, un changement radical de l'organisation hiérarchique par fonction. Cependant, il serait très difficile d'implanter une organisation par processus dans une société de gestion de fonds, puisque cette pratique doit faire face à une résistance organisationnelle et humaine. Pour ce faire, il faut convaincre et encourager les dirigeants de cette dernière en formulant les résultats intéressants et rapides et un bon retour sur investissement.

En général, le management par processus exige la société de gestion de fonds, notamment les décideurs (les gérants de portefeuilles) de développer à la fois une vue management des processus et une vision processus de l'entreprise au niveau du management. Cela les conduit à unir la stratégie de sa société de gestion de fonds et son organisation du travail. Il couple l'efficacité de la société de gestion de fonds et l'efficacité de ses processus d'investissement.

Par exemple: dans un projet d'investissement (acheter un titre de l'entreprise cible), le niveau management assure la planification et la maîtrise de la définition des objectifs d'investissement, de la maîtrise de risque, de la gestion des délais, des coûts (décisions stratégiques anticipatives, établissement du plan de management de risques). Cela représente une forme nouvelle de management de l'entreprise, dont il améliore l'efficacité.

Le management par processus permet à la société de gestion de fonds d'implanter son organisation adaptée au management. Ce travail consiste à attribuer la propriété des processus clefs de l'entreprise à des "managers de processus". Ces derniers sont les responsables de la formulation d'objectifs quantifiés et du développement d'indicateurs adaptés, comme les fonctionnalités ou les buts. Par exemple: les dirigeants de la société de gestion de fonds, les gérants de portefeuilles proposent les objectifs d'investissement en se basant sur les indicateurs importants et le seuil du prix de titre de l'entreprise cible sur lesquels ils doivent prendre la décision.

Pour améliorer l'efficacité de l'implantation de management par processus dans la firme, il faut se concentrer sur les phases amont de processus:

- pour transformer rapidement et efficacement l'organisation travail en organisation par processus;
- pour organiser de façon concourante et faire converger la gestion et le management de processus.

Aujourd'hui, la gestion de projet d'investissement est un exemple connu du meilleur référentiel d'organisation par processus. Elle se compose de l'ensemble des tâches et des risques de décision propres à un processus, même si cela ne couvre pas toutes les préoccupations, notamment le management par processus.

MADIF en organisation par processus

MADIF permet de formaliser le processus d'évaluation de risques internes de l'entreprise cible (diagnostic interne), celui de ses risques externes (diagnostic externe) et celui de la cohérence de ces deux évaluations.

Cette méthode procure à la société de gestion de fonds un référentiel de ces processus, des indicateurs de l'évolution de l'environnement, des indicateurs de performances des résultats, des mesures d'efficacité de l'entreprise cible et des tableaux de bord.

Il faut noter que l'aide à la prise de décision pour le processus d'évaluation de risques internes de l'entreprise est utilisée pour levier d'action à court terme pour amorcer avec le processus d'investissement de la société de gestion de fonds. Ce raisonnement prend le même sens pour le processus d'évaluation de risques externes de l'entreprise cible et celui de la cohérence de ces deux évaluations.

Dans MADIF, la société de gestion de fonds a une préoccupation concernant le contrôle managérial et le contrôle du management par processus. Elle prend en compte les indicateurs concernant ce contrôle: le risque de l'entreprise cible, le prix de titre, la performance de la société de gestion de fonds et le temps.

Quant au contrôle managérial, la société de gestion de fonds organise les indicateurs à un haut niveau d'agrégation compatible avec la vision managériale. Cela lui permet de donner les exigences externes sur l'entreprise cible et la stratégie d'investissement interne de la société de gestion de fonds.

Quant au contrôle du management par processus, MADIF propose une étude en amont pour fournir un plan de management des risques du projet d'investissement et capitaliser les connaissances sur les risques d'affaire de l'entreprise cible et coûts effectifs des projets (retour d'expérience).

Cette méthode s'appuie sur le développement du travail coopératif. Dans le contexte actuel, la société de gestion de fonds se confronte à la croissante complexité des projets d'investissement. Cela la conduit à faire face à l'analyse de quantités énormes de données. Donc, le processus d'évaluation de risques internes et celui de risques externes exigent des compétences diverses et des compromis entre plusieurs organisations techniques, industrielles et contractuelles dans une période de temps très courte, basée sur la répartition des connaissances. Dans une société de gestion de fonds, la coopération et le travail en groupe pour la gestion des connaissances joue un rôle important pour la combinaison de son processus d'affaires (processus d'investissement), la gestion de qualité de la prise de décision d'investissement.

A travers cette méthode, la société de gestion de fonds et les décideurs (les gérants de portefeuilles) peuvent obtenir une forte valeur ajoutée pendant un très court terme avec leur effort d'organisation. Or un retour sur investissement rapide est une incitation notable à l'effort nécessaire à une réorganisation par processus

Dans MADIF, les acteurs du processus sont considérés comme toutes les personnes impliquées habituellement dans des propositions:

- à un niveau opérationnel: les commerciaux, les salariés de l'entreprise cible, les analystes, les veilleurs...
- mais aussi à un niveau relativement haut du Management de la société de gestion de fonds: les dirigeants, les gérants de portefeuilles...

3) En management de risques

De même que la méthode PRIMA, la MADIF vise spécifiquement le sujet du management de risques ou par le risque. Il faut rappeler que le terme est défini comme le niveau de décision stratégique de la société de gestion de fonds.

En réalité, il n'existe pas beaucoup de littérature spécifique sur ce sujet. Les méthodes existantes mêlent souvent gestion et management de risques, tandis que la MADIF considère qu'il y a une nette séparation.

Méthodes de niveau de management de risques

Le document du CCTA et la PRIMA ont la vision management de risques la plus proche de MADIF. Cette méthode demeure au niveau programme qui ne correspond pas exactement au niveau stratégique mais d'autres aspects sont assez proches.

Dans le document CCTA, la méthode a été mise en œuvre dans le cadre de projets informations. Cependant, ses conclusions sont encore générales. De même que la méthode de PRIMA, le niveau dit stratégique MADIF semble correspondre à celui « corporate » du CCTA.

En général, ce dernier se compose de 3 niveaux inférieurs appelés : programme, projet, opérationnel. Cette articulation est développée mais elle ne sera pas retenue dans le cas de PRIMA et de MADIF.

Les principes de CCTA et de PRIMA en commun avec ceux de MADIF se définissent comme ci-dessous :

- Le management des risques fait partie des activités et des processus de management global.
- Le management des risques nécessite de devenir une pratique qui se généralise dans l'entreprise.
- La prise de décision est issue de la mise en perspective d'un niveau acceptable de risque par rapport à des opportunités d'affaires.

Il faut considérer le risque comme un indicateur de base pour conduire l'affaire. Néanmoins, PRIMA et MADIF ne retiennent pas la liste des indicateurs pour préparer la prise de décision (buts, coûts, bénéfices et risques).

Comme dans la MADIF et PRIMA, le risque est considéré au départ comme une opportunité aussi bien qu'un aléa. Suite à des préliminaires, il est traité uniquement sous son aspect négatif pour le cas de CCTA. Cela reflète les obstacles dans la réalisation des objectifs définis.

Nous avons intérêt à lister certaines des activités de management des risques du CCTA, les tâches de PRIMA.

Activités [CCTA]	Tâches PRIMA
Identification	Identification des risques
Estimation de chaque risque	Estimation de l'exposition de chaque risque
Evaluation de l'acceptabilité des risques	Estimation de la criticité et de l'acceptabilité globales à partir de l'estimation de l'exposition de chaque risque
Choix des actions	Après retour sur les risques majeurs, choix d'actions de management par rapport à la criticité globale
	Définition d'un plan de management des risques résiduels pour le programme ou le projet ultérieur.

Source : Blance Alquier et Lagasse Tignol (2007) :

Tableau 11 : Parallèle entre la méthode CCTA et PRIMA

En général, la MADIF prend les mêmes tâches que la méthode PRIMA. Néanmoins, il faut distinguer les différents types de risques auxquels ces deux méthodes doivent se confronter. En fait, la PRIMA prend en compte les risques concernant l'activité, les produits dont l'entreprise s'exerce largement dans les secteurs non-financiers. Ainsi, ces risques sont souvent intégrés à l'environnement de la firme et à ses processus internes. Dans la PRIMA, les informations internes sont mieux organisées, mieux détaillées, sont plus aisément accessibles dans le système d'information de l'entreprise. Elles permettent facilement de formuler les caractéristiques et les risques concernant les produits de l'entreprise et ses processus internes.

Néanmoins, la MADIF se focalise sur les risques concernant l'activité, les produits financiers dont l'entreprise s'opère en tant qu'investisseurs institutionnels, notamment la société de gestion de fonds. En réalité, ces produits financiers sont souvent les titres de l'entreprise auxquels la société de gestion de fonds s'intéresse. Dans ce contexte, les risques concernant l'entreprise cible deviennent ceux de la société de gestion de fonds. Il faut noter que la société

de gestion de fonds est souvent extérieure à l'entreprise cible. Ainsi, elle doit subir une asymétrie d'information par rapport aux autres parties prenantes de l'entreprise cible. Dans ce contexte, la société de gestion de fonds ne peut pas collecter toutes les informations de l'entreprise cible même si elle utilise la méthode d'exploitation d'information. A travers la méthode PRIMA, la société de gestion de fonds a du mal à trouver des informations internes en vue d'anticiper particulièrement les risques concernant l'entreprise cible. Pour résoudre cette difficulté, MADIF complète un cadre d'évaluation de risques concernant l'entreprise cible ou une méthode d'évaluation de la valeur de l'entreprise cible dans le contexte changeant.

Normes et recommandations (dans la société de gestion de fonds)

Dans chaque secteur, la plupart des entreprises proposent souvent des normes, recommandations, document de travail ou spécifications pour traiter spécifiquement le niveau du management des projets, et dans ce cadre, du management de risques. Par exemple : les recommandations ECSS-M (niveau management), RG Aero, dans le cadre de l'Aéronautique et l'Espace.

Il faut prendre en compte certaines comparaisons sur le positionnement et les principes entre les MADIF et ces méthodes :

- De même que PRIMA, MADIF est une méthode amont (management de l'entreprise ou de programme) et globale sur tout cycle de vie tandis que ces méthodes décrivent une gestion de risques au niveau de gestion de projet.
- De plus, ces méthodes se focalisent encore sur les risques techniques concernant les activités aval (phases production principalement), plus faciles à appréhender. Dans ce contexte, seuls les aspects risques internes et quelques aspects risques techniques externes sont examinés.

Il faut noter que ces normes s'appuient sur le raisonnement causal. La chaîne causale est définie pour chaque risque à travers l'étude préalable. Les conséquences sont évaluées à partir des causes :

Cause – risque – effet

En général, une approche bottom-up et un raisonnement détaillé permettent d'évaluer le risque global. Dans cette approche, l'évaluation des conséquences au niveau le plus haut du système part des causes de défaillance du plus petit étudié.

Les phases d'analyse de ces méthodes, leur gestion ou leur maîtrise des risques prennent les mêmes étapes que MADIF et PRIMA. En réalité, les variations entre sources documentaires et auteurs sont légères car elles restent au niveau d'intégration d'une action à une phase plutôt qu'à autre, ou au niveau de détail de certaines phases. A partir de cela, ces méthodes proposent de déterminer quatre phases caractéristiques, fondamentale, compatibles avec les concepts de MADIF :

- Phase 1 : Identification des risques

Cette phase permet de concevoir un recensement systématique des risques de ne pas atteindre les résultats attendus selon les objectifs spécifiques et les événements clefs du projet (ou programme).

Pour l'identification de risques, il faut utiliser les informations issues du retour d'expérience.

Information en sortie : liste de risques identifiés.

- Phase 2 : évaluation et hiérarchisation des risques

Il faut analyser chaque risque, ses causes ou familles de causes possibles, ses conséquences possibles pour estimer :

- ✓ La probabilité d'occurrence ou d'apparition d'un risque,
- ✓ La gravité de ses conséquences sur le bon achèvement du projet

Pour déterminer l'exposition de risque, il faut s'appuyer sur deux paramètres (probabilité et gravité), en prenant en compte l'interaction entre différents risques.

Cela permet d'obtenir les informations suivantes :

- Liste de risques hiérarchisés,
- Eléments permettant de justifier, bâtir ou argumenter un plan d'action, d'inaction ou simplement de surveillance.

- Phase 3 : réduction des risques

En réalité, chaque entreprise a un plan de management ou la politique à tenir vis-à-vis des risques. Cette phase exige de mettre en œuvre des actions possibles et nécessaires à la mitigation des risques, qu'elles soient préventives ou correctives.

Ces actions sont réalisables pour prévenir ou corriger et elles sont supposées identifiées à cette phase. Elles consistent aux actions d'évitement, de transfert, de réduction, d'acceptation de risques ou de prise en compte d'opportunités.

Cette phase permet de fournir les informations en sortie :

- Plan d'actions : liste d'actions (à intégrer dans les autres actions du projet) ,
- Points d'alarmes prévoyant l'évolution des risques résiduels et leur contrôle,
- Budgétisation et planification des actions.

Phase 4 : gestion des risques

Cette phase exige de s'exercer sur les activités suivantes :

- Suivi des actions,
- Surveillance
- Itérations vers l'identification, selon l'avancement du projet,
- Réévaluations des risques,
- Retours d'expériences,
- Reporting.

Ces normes et recommandations sont formulées dans une fiche descriptive de risque. Dans la MADIF, cette dernière est étendue à la gestion d'un référentiel.

Outils dits de management des risques

Aujourd'hui, il existe de nombreuses techniques et outils en appui de la maîtrise de risques, proposées par des sociétés de consulting en management de risque.

De même que PRIMA, MADIF intègre leurs concepts méthodologiques sous-jacents. Ainsi, la société de gestion de fonds peut les évaluer et les positionner en termes de besoins, limites et finalités pour prendre un choix compatible.

En réalité, on peut identifier les types de support méthodologique comme ci-dessous :

- Liste de risques
- Fiche de risques ;
- Fiche descriptive de risque ;
- Probabilité d'occurrence et de gravité (vision statistique du risque) ;
- Quantification des risques ;
- Méthode de priorisation des actions de mitigation.

De même de PRIMA, MADIF définit cependant une conception élargie :

- La liste de risques devient une mémoire et un référentiel de connaissances, avec leur processus de capitalisation.
- Le risque est aussi une opportunité.
- Un risque est décrit par une structure générique, qui fonde la structure de la mémoire et de raisonnement causal.
- La vision statistique du risque existe sur l'ensemble des éléments (description du risque et raisonnement causal)
- Aux risques quantitatifs s'ajoutent les risques qualitatifs.
- La méthode de priorisation des actions de mitigation tient compte des opportunités.

L'avantage de ces outils de management de risque permet de guider une mise en œuvre rapide et précise.

MADIF et management de risques

Aujourd'hui, de nombreuses méthodes (ou outils) de management de risque reconnaissent le management de risques comme une préoccupation industrielle majeure. Cependant, elles ne sont pas réellement focalisées ni adaptées au management des ou par les risques.

Il faut prendre en compte certains concepts correspondant à ceux de MADIF.

- La phasage de la gestion des risques similaire à la gestion de projet ;
- La description du risque selon des formulaires types ;
- Un listage des risques ;
- Les notions de probabilités d'occurrence et de gravité dans une vision stratégique et quantitative du risque ;
- L'évaluation de la criticité, permettant une priorisation d'actions nécessaires ;

Néanmoins, par rapport aux concepts de MADIF, ces concepts n'ont pas la même ampleur dans la phase de décision en phase amont de projets (processus de réponse d'appel d'offre).

De même que PRIMA, MADIF met en œuvre le management des risques à travers une formalisation et un partage de connaissance spécifique à ces phases amont

- Organisation d'un référentiel de risques business. Il s'agit d'un inventaire et d'une description des risques selon des fiches structurées de façon générique. Le contenu de ces fiches est une ontologie du risque et du raisonnement d'identification et de description.
- Processus de capitalisation de connaissances, spécialisé autour du référentiel. Il permet de constituer la mémoire business ;
- Travail coopératif s'appuyant sur le référentiel.

La prise de décision peut s'appuyer sur une étude de faisabilité particulièrement ciblée sur le management de l'entreprise. Ce travail consiste à :

- Etudier et identifier les risques majeurs qu'il y a à développer un projet ;
- Définir les précautions ou actions à prendre dès la phase de réponse à appel d'offre (décision de management) ;
- Construire un plan de management des risques du projet ultérieur regroupant les risques résiduels identifiés.

La structuration de la prise de décision est conçue en se basant sur l'évaluation comparée mais indépendante :

- Du risque externe : il s'agit de la variable indépendante. Par exemple : le risque marché financier, le risque acceptable pour le client de la société de gestion de fonds ou le risque environnemental ;
- Du risque interne ou industriel. Il s'agit de la décision dépendante de la précédente. Pour ce type de risque, la société de gestion de fonds doit contrôler. Lorsque la société de gestion de fonds décide de cibler ou d'acheter le titre de l'entreprise auquel elle s'intéresse, le risque de l'entreprise cible devient le risque interne de la société de gestion de fonds. De ce raisonnement, cette dernière doit prendre des garanties dans leurs évaluations d'investissement.

Dans le MADIF, il faut développer une structuration et un traitement de la connaissance différents pour ces deux types de risques. De ce raisonnement, MADIF nécessite d'organiser deux référentiels dans la mémoire risque d'affaires de la société de gestion de fonds.

MADIF peut caractériser le management de risques de la façon suivante :

Risque, indicateur intégratif

De même que PRIMA, MADIF considère le risque comme l'indicateur de management majeur et le paramètre sous-jacent qui impacte et qui englobe tous les autres. Ce raisonnement conduit à faire converger tous les indicateurs sur la seule variable vitale : la prise de risque. Dans ce contexte, le risque devient l'indicateur le plus puissant intégrant tous les autres facteurs compétitifs (variable intégrative) : performances /qualité, coûts et temps. Par ailleurs, il faut prendre en compte la sensibilité et réactivité de risque dans la pratique. Par exemple : une action d'amélioration des performances coûtera temps et argent, générant des risques de dépassement des délais et des avis. .

Dans le MADIF, la société de gestion de fonds place le management des risques en tête des préoccupations du chef de projet d'investissement (les gérants de portefeuilles). Cela lui permet de faire la gestion de risque au niveau « business » - donc au niveau management beaucoup plus efficacement.

Dans notre thèse, nous procurons aux investisseurs institutionnels, notamment à la société de gestion de fonds une méthode de la gestion de risque au niveau de projet d'investissement. Cette méthode les aide à prendre la position d'investissement dans le contexte changeant. Pour ce faire, MADIF prend en compte les risques d'affaire de l'entreprise cible lors du processus d'investissement. Ainsi, il faut intégrer les éléments extra-financiers, l'image/la réputation de l'entreprise cible. Cela oblige MADIF de tenir compte du point de vue des parties prenantes de l'entreprise cible dans la phase d'évaluation de l'entreprise cible, synthétisant les soucis d'environnement, des attentes et des contraintes des parties prenantes de l'entreprise cible, de performance de l'entreprise cible, de planning, de coût et d'accessibilité.

Vision positive du risque

MADIF considère le risque aussi bien comme occasions et opportunités que dangers, menaces obstacles ou difficultés. Ainsi, le risque a une valeur positive aussi bien que négative.

Dans le MADIF, les gérants de portefeuille s'intéressent au moins autant aux opportunités qu'aux aléas et difficultés lors de la gestion efficace des risques au niveau « business »

Dichotomie risque externe/risque interne

MADIF prend en compte deux types de risques de la société de gestion de fonds : risques internes et risques externes. Ici, il donne la priorité au risque externe.

Dans le MADIF, le risque externe est cible, autonome et indépendant du risque interne de la société de gestion de fonds. En réalité, le risque externe reflète le risque de l'entreprise cible auquel la société de gestion de fonds doit se confronter. Dans ce contexte, le risque interne doit s'appuyer sur le risque externe, dans une perspective de management.

De même que PRIMA, la méthode de management MADIF s'appuie sur l'estimation du risque externe ou le risque de l'entreprise cible. A partir de cela, la société de gestion de fonds peut évaluer le risque de l'entreprise cible pour préparer sa prise de décision et ses capacités d'action variées. Cette méthode suit la logique suivante :

- Identification et analyse préalable du risque externe, qui est un point focal de l'affaire, de l'approche durable et de la connaissance de l'environnement ;
- Estimation du niveau de risque externe, par rapport à l'acceptation de l'environnement et aux critères de succès (concurrents, clients, fluctuations de monnaies, règles du pays du client, impacts environnement,...)
- Mise en perspective des risques externes et internes – par une analyse de la valeur comparée.
- Décision d'acceptabilité du risque externe (mesures d'acceptabilité des risques et d'efficacité des risques d'action par rapport aux risques acceptés, saisie d'ouvertures, actions pour déviation de menaces, prévention du risque ou protection contre le risque,...)
- Impact sur l'organisation interne de la société de gestion de fonds, qui organise en conséquence le contrôle des risques dans ses projets d'investissement avec sa vision interne.

Cette approche permet à la société de gestion de fonds de faire évoluer les tâches de management : acceptation ou refus d'une affaire (un projet d'investissement).

4) Par rapport à la gestion de projet

De même que la méthode PRIMA, le MADIF intègre également les méthodes de gestion de projet dans le processus d'investissement de la société de gestion de fonds. En réalité, il réside souvent à une phase amont par rapport à la gestion de projet.

La gestion de projet

La gestion de projet joue un rôle important dans les opérations de chaque entreprise. Elle couvre tous les aspects d'organisation et de maîtrise d'un projet.

Dans la pratique, la société de gestion de fonds se confronte souvent à nombreux projets d'investissement. Ces projets exigent l'effort temporaire pour bien choisir l'entreprise cible à investir. Ces travaux consistent à un ensemble coordonné de tâches techniques, administratives et financières, destiné à concevoir, développer et réaliser les choix de la prise de position d'investissement sur une entreprise cible, satisfaisant un besoin d'investissement dans les meilleures conditions économiques, ainsi qu'à assurer les contraintes de retrait de service. Les étapes d'un projet d'investissement impliquent souvent le processus du fonctionnement de la société de gestion de fonds. Ce processus traverse les frontières organisationnelles et les cloisonnements classiques de l'organisation en services, départements....

En réalité, dès le début, les projets d'investissement exige la société de gestion de fonds, notamment les gérants de portefeuille d'identifier et maîtriser les risques de l'entreprise cible dans le contexte changeant. Cela l'oblige à développer une méthode d'analyse de l'entreprise cible en agrégeant des méthodes dites d'analyse fonctionnelle de la part de différents acteurs dans la société de gestion de fonds ou de cahier de charges fonctionnel.

En général, gérer un projet conduit à optimiser et à maîtriser les objectifs techniques, la qualité, les coûts et les délais. Cela semble correspondre à la vision de la gestion de projets d'investissement de la société de gestion de fonds.

Ce travail exige d'organiser des processus de gestion et de suivi et se doter d'indicateurs ou variables de contrôle sur le projet : états d'avancement de conception ou de production, états de dépenses, suivi de spécifications techniques, assurances, produits...

On peut découper les processus de gestion et de suivi en fonction des indicateurs suivants :

- Objectifs des projets : A travers des exigences de clients ou de la stratégie de la firme, on peut définir les objectifs, les analyser et les contrôler.
- Travaux : suite à la détermination des objectifs, il faut découper en tâches.
- Ressources nécessaires, qu'il faut prévoir, dont il faut définir la mise en place et suivre la disponibilité.
- Informations projet : documents et procédures, infrastructure de système d'information.
- Responsabilité et rôles : constitution de l'équipe projet, affectation des travaux et responsabilités ; c'est la structure organisationnelle du projet.
- Risques : il faut analyser les risques, définir les actions préventives ou curatives, les suivre.
- Temps : il faut estimer les durées, planifier et maîtriser les délais.

- Coûts : il faut estimer, évaluer et contrôler les coûts.
- Qualité ou maîtrise de la qualité du produit.

Dans un projet d'investissement, un gérant de portefeuille joue le rôle du chef de projet qui définit et décide les actions à réaliser. Il s'appuie sur les différents indicateurs ci-dessus pour constituer les tableaux de bord.

Il faut noter que la gestion de projet exige d'intégrer des informations, des actions et contreréactions. Cela oblige l'entreprise à développer de nouveaux métiers et une organisation matricielle du travail.

Dans un projet, la gestion de risque est considérée comme une activité autonome. Cette dernière comporte des tâches successives comme ci –dessous:

- Définir un management des risques pour le projet (« risk management plan ») : méthodologie, rôles et responsabilités, budget, planning, buts, objectifs, ressources... ;
- Identifier et lister les risques qui peuvent affecter le projet ;
- Effectuer les analyses quantitatives et/ou qualitatives des risques et de leurs interactions (tâche qui peut éventuellement être groupée avec la procédure, l'ensemble étant alors appelé « risk assement »)
- Mettre en place des actions de mitigation et de réduction des risques, actions préventives (sur les causes du risque) ou correctives (sur les effets) ;
- Surveiller la réponse aux risques mise en place (« control and reporting »).

Dans la gestion de risque du projet, la plupart des méthodes s'appuient sur les bases de données historiques et intègrent un retour d'expérience. Ce dernier consiste à l'archivage de l'ensemble des rapports produits et des leçons apprises pendant le projet. En réalité, le retour d'expérience résulte des activités d'organisation de la communication dans un projet, et dans la tâche de clôture administrative.

Dans le processus d'investissement de la société de gestion de fonds, le MADIF semble intégrer le retour d'expérience et itération des données vers d'autres projets. Cela permet de déployer de façon systématique et de capitaliser les connaissances au niveau de la firme.

Gestion de projet et MADIF

Similarités et différences

De même que PRIMA, le MADIF reprend en l'adaptant le phasage de la gestion des risques en gestion de projet :

Identification \implies évaluation \implies actions \implies itération

Dans le MADIF, il faut conserver certains principes et méthodes de ces phases pour une cohérence de concepts et de vocabulaire.

Si certains concepts développés en gestion de projet ont été repris dans le MADIF, cependant ce dernier se situe à un autre niveau, celui du management de projet, en amont et avant de prendre une décision d'investissement sur l'entreprise cible.

Il faut tenir compte de l'opposition des termes de « management » et de « gestion » pour montrer la différence entre :

- La stratégie et la prise de décision stratégique au sein de la société de gestion de fonds : Cela correspond au pilotage de la firme à un haut niveau décisionnel ;
- L'organisation matérielle d'un projet d'investissement déjà négocié : cela correspond à organiser et à suivre les tâches d'exécution des projets d'investissement. Par exemple : surveiller les risques pour prendre la décision une fois les titres de l'entreprise achetés.

En réalité, la conception de MADIF a pour l'objectif de prendre les décisions stratégiques en phase amont des projets d'investissement (phase conceptuelle ou de réponse à appel d'offre d'investissement). Dans ce contexte, la prise de décisions sur les projets d'investissement est considérée comme celle de décisions stratégiques au sein de la société de gestion de fonds.

La société de gestion de fonds a intérêt à se concentrer sur des décisions stratégiques au démarrage d'un projet d'investissement. Cela lui permet d'améliorer le profit et les performances du projet d'investissement ainsi que la qualité de processus global.

En réalité, un projet de la réponse à l'appel d'offre d'investissement conduit la société de gestion de fonds à sélectionner plusieurs entreprises cibles à investir. Dans ce contexte, il faut réaliser une analyse préalable précise pour étudier la faisabilité du projet d'investissement. Cette analyse permettra de décider de lancer ou non le projet d'investissement, et donnera les précautions à prendre et les bases d'une conception à coûts objectifs. Pour ce faire, elle doit d'abord cibler la meilleure entreprise à investir. Ensuite, elle doit prendre la décision d'investissement sur cette entreprise cible.

Le MADIF reprend la plupart des informations identiques utilisées et gérées en gestion de projet. Néanmoins, les informations dans la méthode MADIF, de nature différente, sont plus agrégées et plus globales.

D'ailleurs, les informations dans le MADIF ne nécessitent pas de se baser sur la gestion de projet. Elles permettent d' :

- Estimer le prix des titres de l'entreprise cible, indépendamment du coût de la recherche. Le prix des titres ne s'intéresse pas à la gestion de projet d'investissement au sens strict.

- Identifier et estimer risque externe et risque interne, en donnant au risque une définition plus riche d'opportunité aussi bien que d'aléa.

Complémentarité

De même que PRIMA, MADIF a intérêt à développer une hiérarchie pour le management de projet. Cela aide la société de gestion de fonds à prendre la décision sur les entreprises cibles. L'intérêt de MADIF consiste à un lien systématique entre management de projet et gestion de projet. Ce lien est illustré de façon suivante :

- Au niveau gestion du risque, mise en œuvre de plans de management au début des projets et utilisation du retour d'expérience.
- Au niveau management du risque, organisation des décisions amont et du contrôle de la gestion du risque, qui intègre ainsi recommandations et décisions de management.

MADIF permet à la société de gestion de fonds d'avoir une cohérence entre les décisions de management de projet d'investissement et les tâches de réalisation de projets.

A la différence de PRIMA, MADIF propose de compléter une méthode de gestion de risque en évaluant les risques relatifs à l'entreprise cible et à ses environnements dans le contexte changeant. Cette méthode permet de renouveler l'approche des analystes financières et celle des prévisionnistes financières. Il faut noter qu'elle s'intéresse principalement à la deuxième phase de la phase de réponse d'appel d'offre d'investissement. Autrement dit, cette méthode vise à aider la société de gestion de fonds à prendre la décision d'investissement sur la meilleure entreprise cible.

2.2.2.1.2.2 Le processus de la méthode d'aide à la décision de l'intelligence financière

1. Le processus de réponse à une appelle d'offre d'investissement

Dans la pratique, les investisseurs institutionnels, notamment les gérants de portefeuille dans une société de gestion de fonds doivent répondre souvent à des appels d'offre d'investissement. Autrement dit, ils doivent prendre les décisions d'investissement sur les entreprises cibles de façon efficace et successive. Pour ce faire, les gérants de portefeuille s'appuient souvent sur les renseignements et les évaluations de leurs collaborateurs dans la firme. Néanmoins, comme nous avons mentionné dans le chapitre I de notre thèse, ils rencontrent plusieurs contraintes (temps, ressources, humaines, d'argent) lors de leur processus d'investissement. Ce contexte nécessite de développer un processus de réponse à appel d'offre d'investissement.

Il faut noter qu'un processus est considéré comme la coordination d'un ensemble étendu d'activités menées par diverses unités organisationnelles de l'entreprise. En général, il est spécifiquement utilisé pour un client ou un marché.

Dans une société de gestion de fonds, les gérants de portefeuilles doivent tenir compte du point de vue de ses clients et de celui de la politique d'investissement de la firme lors de leur processus d'investissement (ou son processus de réponse d'appel d'offre d'investissement).

En général, les gérants de portefeuilles s'appuient sur l'analyse de la valeur fournie par la société de gestion de fonds et également sur celle de l'entreprise cible pour organiser le processus d'investissement.

Comme PRIMA, le processus de MADIF est présenté en fonction de deux éléments suivants:

- La méthode générale de description des processus mise en œuvre dans le MADIF.
- La démarche d'analyse fonctionnelle.

La présentation du processus MADIF démarre par la présentation des décisions de haut en bas (TOP- DOWN). Cette présentation du processus d'investissement se termine par la présentation des fonctions détaillées.

- **La description du processus générique**

Dans le processus d'investissement ou le processus de réponse à appel d'offre d'investissement, le MADIF, au plus haut niveau, consiste à trois phases rythmées par des décisions stratégiques :

- La première phase concerne l'évaluation de l'éligibilité de l'appel d'offre d'investissement. Il faut noter qu'un appel d'offre d'investissement peut comporter plusieurs entreprises candidatures à investir qui peuvent rentrer dans les critères d'investissement de la société de gestion de fonds. Cette phase conduit la société de gestion de fonds à répondre ou à abandonner, décision souvent appelée go/no go. C'est une évaluation préalable, faite par les analystes ou les gérants de portefeuilles qui envisagent l'appel d'offre d'investissement. Cette phase doit être effectuée le plus rapidement possible.
- La deuxième phase permet d'élaborer la réponse à appel d'offre d'investissement. Elle consiste à un travail d'analyse approfondi assumé par une équipe d'investissement. Dans cette phase, les gérants de portefeuilles étudient et affinent des solutions techniques concernant les propositions d'investissement. Enfin, la solution adoptée au final est mise en forme pour s'adapter aux critères d'investissement des gérants de portefeuilles ainsi que de leur firme.
- La dernière phase est la clôture de la réponse à appel d'offre d'investissement. Elle exige la société de gestion de fonds à organiser le retour d'expérience.

Chacune de ces phases sera décrite à travers un certain nombre d'étapes, activité en fonctions.

Il faut retenir certaines remarques préalables importantes pour appréhender la description détaillée du processus de réponse à un appel d'offre d'investissement:

Dans le processus de réponse à un appel d'offre d'investissement, les étapes et activités sont mises en œuvre de façon linéaire. Néanmoins, elles ne s'enchaînent pas toujours dans la réalité car il y a souvent feedback :

- Les acteurs de la société de gestion de fonds (analystes, gérants de portefeuilles) ont la possibilité d'abandonner le processus à tout moment si les indicateurs ne sont pas jugés bons ;
- A tout moment, les informations disponibles et les indicateurs ne sont pas suffisants et fiables aux yeux des décideurs (les gérants de portefeuilles). Donc, il faut revenir en arrière sur des étapes déjà parcourues.

Dans des phases et étapes différentes du processus de réponse à appel d'offre d'investissement, on peut considérer l'activité de référence comme la démarche décisionnelle. Selon cette démarche, l'analyse des risques devient le facteur principal de choix d'investissement, avec les analyses de performances de la société de gestion de fonds et de ses coûts. Ce raisonnement est appliqué dans l'évaluation de l'éligibilité de l'appel d'offre d'investissement et l'évaluation des propositions détaillées. Les différences dans ces deux phases résident dans le niveau de rapidité de la prise de décision, de la quantité d'informations disponibles et de leur niveau de détail.

- Dans l'évaluation de l'éligibilité de l'appel d'offre d'investissement, les gérants de portefeuilles nécessitent de prendre en considération les éléments suivants : la conformité avec la stratégie d'investissement, le positionnement par rapport au domaine d'intervention (domaine d'activité stratégique de l'entreprise de candidature), le plan de charge,
- Dans l'évaluation des propositions d'investissement, les gérants de portefeuilles peuvent s'appuyer sur des critères financiers, économiques juridiques, techniques, politiques, sociaux, images/réputation des entreprises de candidature pour décider de suivre ces propositions d'investissement. Ils doivent prendre en considération les évaluations d'un groupe d'experts, de comité de direction d'investissement et eux-mêmes pour prendre la décision.

Cette démarche s'applique également dans le choix de la solution technique finale ou le choix d'investissement final sur l'entreprise cible. Cela oblige les gérants de portefeuilles à décider si l'offre d'investissement bâtie peut s'adapter aux critères d'investissement ou à la politique de la société de gestion de fonds et aux critères de ses clients et à ses coûts. Il faut noter que les risques de l'entreprise cible deviennent les risques de la société de gestion de fonds. Dans le contexte changeant, la prise de décision finale se base sur des informations effectuées par des experts de domaines techniques, commerciaux ou financiers non seulement sur la société de gestion de fonds mais aussi sur l'entreprise cible.

Pour mieux comprendre les phases et les étapes du processus de réponse à appel d'offre d'investissement, les investisseurs institutionnels, notamment la société de gestion de fonds ont intérêt à se référer au tableau suivant :

TACHES DU PROCESSUS GENERIQUE	OBJECTIF DES TÂCHES
A1 : Evaluation préliminaire de l'appel d'offre pour une décision go/no go	
A11 : Analyse de l'appel d'offre	Réutilisation et actualisation d'informations déjà répertoriées ; Ajout de nouvelles informations ;

	Définition des critères de la proposition (caractéristiques clés)
A12 : Elaboration d'un avant projet technique	
A121 : Construction d'un avant projet technique	Réutilisation et actualisation d'informations récurrentes sur les solutions techniques ; Ajout de nouveaux composants techniques
A122 : Evaluation du coût	Evaluation des coûts des composants de l'avant projet et évaluation du coût global
A123 : Evaluation du prix	Détermination du prix de vente
A124 : Evaluation des risques internes	Identification, évaluation préliminaire des risques internes
A125 : Evaluation des risques externes	Identification, évaluation préliminaire des risques externes
A13 : Décision go/no go	
A131: Organisation des indicateurs	Production des indicateurs go/no go; Personnalisation des indicateurs de décision
A132 : Décision	Pondération des critères de la proposition ; Conception de tableaux de bord
A2 : Elaboration de la proposition	
A21 : Organisation du processus de RAO	Organisation interne de l'équipe et des moyens nécessaires ; Organisation du consortium industriel
A22 : Elaboration de solutions techniques	
A221 : Analyse détaillé de l'AO	Analyse fonctionnelle des besoins client
A222 : Construction de solutions techniques	Réutilisation et actualisation d'éléments de solutions techniques ; Spécification d'éléments nouveaux ; Choix de faire ou acheter ; Construction du schéma produits/processus/ressources ; Inventaire des fonctionnalités.
A223 : Estimation des coûts	Estimation des coûts des items techniques Estimation du coût global
A224 : Estimation du prix	Estimation du prix
A225 : Estimation des risques internes	Réutilisation et actualisation des risques internes ; Estimation des probabilités et gravités, calcul de la criticité globale, priorisation des conducteurs de risque, identification d'actions de mitigation
A226 : Estimation des risques externes	Réutilisation et actualisation des risques externes ; Estimation des expositions, calcul de la criticité globale, priorisation des conducteurs de risque

A23 : Décision sur la solution technique	
A231 : Feedback	Actions de réduction des coûts ; Actions de mitigation des risques
A232 : Organisation des indicateurs	Production des indicateurs pour chaque solution technique ; Personnalisation des indicateurs de décision.
A233 : Décision finale	Choix de la meilleure solution technique ; Pondération des critères de la proposition ; Production de tableaux de bord ; Analyse coût/prix ; Analyse risque interne/risque externe
A24 : Finalisation de la proposition	Construction de la « Best and final Offer » (BFO) éléments financiers, planification, contrat,...
A3 : Clôture du processus de RAO	Suivi de la proposition ; Retour d'expérience ; Préparation du plan de management des risques du projet (risques résiduels)

Tableau 12 : Processus de réponse à appel d'offre d'investissement (adopté par Blanc Alquier et Lagasse Tignol)

Dans notre thèse, nous nous focalisons sur la deuxième phase du processus de réponse à appel d'offre. C'est-à-dire que les gérants de portefeuilles doivent décider de prendre la position d'investissement sur l'entreprise cible.

2. La méthode d'évaluation de la valeur de l'entreprise cible dans le contexte changeant

a. Hypothèse de la méthode d'aide à la décision de l'intelligence financière

A travers l'intelligence financière, les investisseurs peuvent trouver facilement les sources d'informations ouvertes concernant l'entreprise cible. En réalité, ces informations sont actualisées et trouvées à travers journaux, internet, bases de données gratuites... Grâce aux techniques d'exploitation d'information, la qualité de ces sources d'informations ainsi que celle de ces flux d'informations seront vérifiées. Nous allons présenter ces techniques dans le chapitre 4 de notre thèse. Une fois la qualité des flux d'informations et celle des sources d'informations vérifiées, les investisseurs pourraient déterminer les indicateurs financiers et économiques relatifs à l'entreprise cible. Pour avoir une évaluation pertinente de la firme, les investisseurs ont intérêt à classer ces indicateurs selon une hiérarchie. Ces indicateurs leur permettent de constituer un tableau de bord. A partir de cela, les investisseurs peuvent formuler les hypothèses de scénarios auxquelles l'entreprise cible doit se confronter dans les marchés financiers et ceux réels. Dans le contexte changeant, ils peuvent collecter plus d'informations pour confirmer ou nier les tendances principales qu'ils sont entrain d'envisager. A partir de cela, les investisseurs peuvent évaluer l'attrait financier de l'entreprise cible.

A partir de ces observations, nous allons proposer la première hypothèse comme ci-dessous :

Hypothèse 1 : Il est possible de construire à partir d'informations ouvertes un tableau de bord permettant de mesurer l'attrait financier d'une entreprise vietnamienne

Comme nous avons mentionné ci-dessus, certains investisseurs peuvent utiliser la méthode de Tounois Laurent pour mesurer l'image/la réputation de l'entreprise cible. Il faut noter que cette méthode s'appuie sur les diagnostics stratégiques lorsque les investisseurs évaluent l'entreprise cible. Dans cette méthode, ils doivent identifier les déterminants afin d'évaluer l'image/la réputation de l'entreprise cible lorsqu'ils envisagent la création de valeur pour les clients. En réalité, ils doivent se confronter à certaines contraintes lors de la mise en œuvre de cette méthode dans leur processus d'investissement. D'abord, cette méthode semble négliger les évaluations de l'entreprise cible sur les dimensions financière, sociale et technologique aux des investisseurs. Deuxièmement, l'explosion d'informations conduit les investisseurs à ne pas exploiter toutes les informations disponibles. Troisièmement, ils ne disposent pas d'une hiérarchie d'évaluation lorsqu'ils tiennent compte de ces déterminants. Enfin, cette méthode ne prend pas en compte la dynamique des sources d'information. Ces contraintes conduisent les investisseurs à commettre des erreurs dans l'évaluation de l'entreprise cible. A travers l'approche de l'intelligence financière, les investisseurs peuvent résoudre ces contraintes ci-dessus.

En réalité, la méthode de l'intelligence financière permet aux investisseurs d'acquérir les informations relatives à plusieurs aspects d'évaluation de l'entreprise cible. Ces informations reflètent les perceptions ou les évaluations des parties prenantes sur certaines dimensions d'évaluation de la firme telles qu'économie, finance, technologie social et environnement. Il faut noter que chaque dimension consiste à plusieurs critères d'évaluation différents. Les investisseurs, notamment la société de gestion de fonds peuvent vérifier et confirmer les informations relatives à ces critères d'évaluation grâce à la méthode de l'exploitation générale mentionnée ci-dessus. Pour formuler les évaluations sur une dimension d'évaluation de la firme, ils ont besoin de constituer les indicateurs d'évaluation nécessaires. La synthèse de ces indicateurs leur permet d'évaluer l'image/la réputation de l'entreprise cible sur certaines dimensions.

De tels constats, nous formulons une deuxième hypothèse pour le modèle d'aide à la décision de l'intelligence financière comme ci-dessous :

Hypothèse 2 : Il est possible de caractériser l'image de l'entreprise par les indicateurs.

Comme nous avons mentionné, la réputation de l'entreprise cible est bâtie en synthétisant toutes les évaluations des parties prenantes de la firme ou toutes ses images sur toutes les dimensions d'évaluations.

Dans le contexte actuel, certains changements relatifs à l'image de l'entreprise cible peut avoir un grand impact sur sa réputation et ses indicateurs financiers. Cela est confirmé à travers certaines enquêtes dans les marchés financiers et les marchés réels mentionnés ci-

dessus. De plus, il faut tenir compte des impacts de l'image/ de la réputation de l'entreprise cible sur certaines dimensions sociales, environnementales dans les études de Veblen, (1953) ; Weber, (1992), Rao (1994). Ces auteurs montrent également l'impact de la réputation sur les opérations de l'entreprise cible. Cela influence sur la performance globale de l'entreprise, et notamment ses attraits financiers dans l'avenir.

De plus, il faut prendre en compte les déterminants de la réputation de l'entreprise cible : la création de valeur pour les parties prenantes, notamment pour le client et pour l'actionnaire et la responsabilité sociale et sociétale. En réalité, la création de valeur pour les parties prenantes est déterminée par certains indicateurs financiers. Ces derniers permettent d'évaluer si la compétence de l'entreprise cible peut s'adapter aux attentes et aux contraintes des parties prenantes (clients et actionnaires). Dans le contexte mondialisé, ces évaluations peuvent provenir de plusieurs acteurs différents tels que : clients, actionnaires, sociétés civiles, créanciers, fournisseurs. Ces indicateurs financiers aident les investisseurs à synthétiser et formuler les évaluations pertinentes sur certaines dimensions d'évaluation de l'entreprise cible ou son image. Il faut noter que la synthèse de ces évaluations leur permet d'évaluer la réputation de l'entreprise cible. Ces évaluations peuvent avoir un impact fort ou faible sur l'image et ainsi que sur la réputation de la firme.

A partir de ces observations, nous formulons la troisième hypothèse comme ci-dessous :

Hypothèse 3 : Il existe une interaction entre les indicateurs financiers et les indicateurs d'image.

A partir des hypothèses mentionnées ci-dessus, dans cette nouvelle approche, nous pensons que la prise de décision sur les marchés financiers dépend des critères financiers, non financiers et les déterminants de l'image de la firme et il existe une interaction de ces éléments.

b. La démarche de l'évaluation de la valeur de l'entreprise cible dans le contexte changeant

Dans la réalité, l'explosion de l'information conduit les investisseurs à ne pas surveiller et exploiter toutes ces informations. Dans ce contexte, ils devraient appliquer la méthode de prise de décision basée sur l'idée de «rationalité limitée» de Simon afin de prendre des décisions d'investissement. Pour ce faire, les investisseurs devraient déterminer des sous-objectifs entre deux états auxquels ils sont confrontés. L'état initial est défini comme l'étape où les investisseurs s'intéressent à l'entreprise cible. Le dernier état repère le moment où les investisseurs prennent des décisions d'investissement (achat ou vente ou détention). Donc, sur quel cadre d'analyse les investisseurs doivent ils s'appuyer pour déterminer les sous-objectifs ou les facteurs clés de succès lors de l'évaluation de la performance globale de l'entreprise cible ?

Comme nous avons mentionné ci-dessus, cette évaluation de la performance globale semble être développée sur la base de l'approche d'analyse stratégique d'entreprise ou de diagnostic stratégique. Grâce à cette analyse, les investisseurs peuvent déterminer les sous-objectifs ou les facteurs clés de succès dans leur processus d'investissement.

Selon cette méthode, les investisseurs doivent tout d'abord comprendre les trajectoires stratégiques de l'entreprise cible. Après avoir compris sa filière/ ses secteurs, ses activités dans le passé, les investisseurs devraient prendre en compte les segmentations des domaines d'activité de cette dernière. Ce travail aide les investisseurs à obtenir une vue précise, claire sur ses opérations. En effet, une entreprise peut s'exercer dans plusieurs domaines d'activité différents. Dans ce contexte, les investisseurs semblent incapables d'évaluer sa performance sur une même évaluation. Par conséquent, les investisseurs doivent évaluer l'entreprise cible dans chaque domaine d'activité stratégique (DAS). L'agrégation de toutes ces évaluations leur permet de donner une évaluation globale de cette dernière. La troisième étape, dans chaque domaine d'activité stratégique (DAS) de l'entreprise cible, les investisseurs devraient prendre en compte deux différentes analyses : l'analyse interne et l'analyse externe de l'entreprise. Pour l'analyse externe, ils doivent évaluer le dynamisme du DAS de cette dernière, les limitations et les attentes des parties prenantes (clients, fournisseurs, employés, sociétés civiles, actionnaires). Ces évaluations les aident à avoir une vue précise sur des opportunités et des risques de l'entreprise cible dans le contexte d'aujourd'hui. Cela leur demande de réaliser une certaine évaluation sur des dimensions différentes: le cycle de vie du DAS, cycle de vie de la technologie, les facteurs affectant les DAS. D'autre part, pour l'analyse interne de l'entreprise cible, les investisseurs devraient également identifier sa compétence, sa capacité de développement des ressources dans le contexte d'aujourd'hui. Ce travail leur permet d'évaluer les forces et les faiblesses de cette dernière. Pour ce faire, les investisseurs doivent mener une certaine évaluation sur différents critères d'évaluation : l'avantage concurrentiel de l'entreprise, la capacité d'exploitation et de mobilisation des ressources de l'entreprise, la compétitivité fonctionnelle de l'entreprise cible. Lors de l'évaluation de l'entreprise cible sur chacun de ces critères, les investisseurs ne peuvent pas exploiter toutes les informations concernées. Par conséquent, ils devraient identifier différents indicateurs à partir des sources d'information disponibles. Ce travail leur permet de construire raisonnablement des hypothèses de scénario d'évaluation liées à chaque dimension d'évaluation. En fait, les investisseurs devraient continuer à collecter des informations utiles concernant les dimensions d'évaluation pour identifier les signaux faibles constituant les éléments avant-coureurs d'un changement de tendance. En combinant ces signaux faibles, ils peuvent confirmer ou infirmer une hypothèse de scénario spécifique. Dès lors, ils peuvent pertinemment sélectionner les évaluations appropriées relatives à chaque dimension d'évaluation sous certaines limites.

À la quatrième étape, les investisseurs devraient évaluer si la compétence de l'entreprise cible et sa capacité d'exploitation et de mobilisation des ressources peuvent répondre aux envies, aux attentes des parties prenantes dans un DAS. Pour ce faire, il leur faut prendre en compte et agréger continuellement les informations utiles et les évaluations liées à l'entreprise cible et son environnement sur différents critères d'évaluation dans les deux diagnostics ci-dessus (diagnostic interne et externe de l'entreprise). Ce travail leur permet de sélectionner

raisonnablement une certaine hypothèse de scénario d'évaluation au fil du temps pour ces deux diagnostics. Pour chaque hypothèse de scénario, les investisseurs vont comparer les évaluations de la valorisation des ressources et de la compétence de l'entreprise cible avec les évaluations du dynamisme, des contraintes du marché où elle opère. Cela leur permettra d'identifier le positionnement de cette dernière dans un DAS.

La dernière étape demande aux investisseurs d'agréger les évaluations de l'entreprise cible dans différents DAS pour déterminer sa capacité à créer de la valeur pour l'ensemble de ses domaines d'activité ainsi que le niveau de liaison entre les DAS. Dans cette étape, les investisseurs devraient prendre en compte le système de priorité des DAS de cette dernière lors de l'évaluation de sa performance globale. Dès lors, ils peuvent prendre des décisions pertinentes dans leur processus d'investissement.

Grâce aux sous-objectifs, les critères d'évaluation et indicateurs déterminés, les investisseurs peuvent identifier les besoins d'information lors de la considération de l'entreprise cible et son environnement. Ce travail leur permet également de déterminer quelles informations cette dernière utilise dans le contexte d'aujourd'hui.

En réalité, les investisseurs devraient questionner les informations disponibles sur la base des sous-objectifs ci-dessus selon l'ordre chronologique. Pour chacun de ces sous-objectifs, les investisseurs peuvent réaliser des évaluations sur des dimensions différentes (financier, économique, technique, image / réputation de l'entreprise cible) dans le contexte actuel. Chaque dimension d'évaluation peut être considérée à trois niveaux d'analyse: analyse macro-économique, analyse sectorielle et analyse micro-économique. En outre, les investisseurs devraient identifier les principaux déterminants ou les facteurs clés de succès sur chaque dimension. En réalité, ces principaux déterminants peuvent inclure différents indicateurs identifiés par les sources d'information disponibles. Les investisseurs se basent sur ces indicateurs pour donner des évaluations spécifiques à chaque analyse. En fait, les évaluations sont déterminées par une certaine matrice stratégique. Dès lors, les investisseurs peuvent préparer des évaluations pertinentes concernées.

Dans le processus d'investissement, les investisseurs devraient évaluer l'entreprise selon une hiérarchie. Cette hiérarchie est formée sur la base des niveaux d'analyse, des dimensions d'évaluation, des principaux critères d'évaluation ainsi que des indicateurs d'évaluation. Ce travail leur permet de développer un système d'évaluation globale d'entreprise cible.

Par conséquent, les investisseurs doivent évaluer l'entreprise cible sur différentes facettes dans leur processus d'investissement. L'agrégation des évaluations sur ces facettes les aidera à avoir une vue d'ensemble de l'entreprise cible. Cela leur permettra de préparer les décisions d'investissement pertinentes.

Grâce aux indicateurs déterminés et à la hiérarchie des évaluations d'investissement, les investisseurs collecteront les informations nécessaires ou les sources d'information pour construire les matrices stratégiques. De là, ils pourront donner des évaluations pertinentes liées à l'entreprise cible ainsi que son environnement. Cela leur permettra de préparer les décisions d'investissement pertinentes.

- **Évaluation de risques concernant la valeur corporelle**

A, Rappel de la méthode d'analyse financière dans le processus d'investissement d'investisseurs.

Comme nous avons mentionné ci-dessus, les investisseurs, notamment la société de gestion de fonds ont intérêt à s'inspirer de la méthode d'analyse financière proposée par Amadiou et Bessière lorsqu'ils envisagent une entreprise cible pour investir. Selon Amadiou et Bessière (2010), « la valeur d'une entreprise reflète sa capacité à entreprendre des investissements judicieux et à les financer par une combinaison appropriée de capitaux propres et de dettes financières ». Dans ce cadre d'analyse, les investisseurs, notamment la société de gestion de fonds persistent à utiliser l'analyse financière pour apprécier la politique d'investissement et la politique de financement de l'entreprise cible.

Dans cette méthode, les investisseurs s'appuient sur l'analyse financière et se focalisent sur la valeur, les prévisions et les risques sur les marchés financiers et les marchés réels (marchés de biens et de services). Ce travail les oblige à étudier les conséquences des décisions de l'entreprise cible en matière d'investissement et de financement. Pour ce faire, les investisseurs nécessitent, d'une part, d'analyser la performance économique de l'entreprise cible pour interpréter ses choix stratégiques et organisationnels dans la politique d'investissement. D'autre part, ils doivent analyser sa performance financière pour examiner les conséquences de la politique de financement de l'entreprise cible.

Il faut noter que la méthode d'Amadiou et Bessière ne prend pas en compte toute la dimension extra-financière et celle temporelle dans l'évaluation de l'entreprise cible. Cela conduit les investisseurs à avoir une vision partielle sur la valeur de l'entreprise cible dans le contexte changeant.

Aujourd'hui, l'intelligence financière permet aux investisseurs, notamment la société de gestion de fonds de résoudre les difficultés ci-dessus. A partir de cela, ils peuvent avoir une vision qui correspond à la réalité de la valeur corporelle de l'entreprise cible. Dans ce contexte, les investisseurs nécessitent de développer un cadre d'analyse financière pour formuler les évaluations de l'entreprise cible.

B, L'apport de l'analyse financière au diagnostic stratégique sous les yeux d'investisseurs.

Dans le processus d'investissement, la société de gestion de fonds utilise souvent la méthode des analyses de matrice stratégiques ou le diagnostic stratégique pour formuler leurs évaluations concernant la valeur créée de l'entreprise cible et ses risques. Ce travail exige de prendre en compte plusieurs aspects d'évaluation différents. Dans ce contexte, les variables financières jouent un rôle important dans l'évaluation stratégique de l'entreprise cible car elles lui apportent, soit des éléments de diagnostic et des indicateurs d'évaluation, soit des critères de prise de décision d'investissement. Cela oblige la société de gestion de fonds à mettre en œuvre la méthode d'analyse financière pour évaluer la valeur corporelle de l'entreprise cible dans son processus d'investissement.

En se basant sur l'analyse stratégique, la société de gestion de fonds peut fournir le cadre nécessaire pour formuler un diagnostic financier de l'entreprise cible (Elie Cohen, 2004). De ce raisonnement, elle ne peut pas réaliser une étude de performances et des caractères financiers fondamentaux de l'entreprise cible sans tenir compte de ses choix et de ses orientations stratégiques. Il faut noter que le niveau et la structure des résultats ainsi que la composition de son bilan et ses flux financiers reflètent largement les choix globaux effectués.

A travers les choix de l'entreprise cible relatifs au métier, la société de gestion de fonds peut déterminer le niveau et la stabilité des résultats passés comme les perspectives qui s'ouvrent à cette entreprise. Dans ce contexte, elle doit prendre en compte l'évaluation du portefeuille d'activités, des prévisions relatives à la demande sur les marchés visés, des formes et de l'intensité de la concurrence pour apprécier la capacité bénéficiaire de l'entreprise cible. De même, la société de gestion de fonds peut envisager le montant et la nature du métier de l'entreprise cible et les sujétions différentes afin d'évaluer le besoin en fonds de roulement et les besoins en capitaux fixes.

Dans ces conditions, il s'avère nécessaire de caler tout diagnostic financier approfondi sur une analyse développée du cadre et des perspectives stratégiques dans lesquels la société de gestion de fonds devrait trouver tout son sens.

Aujourd'hui, la référence de l'analyse financière à l'analyse stratégique préalable est largement reconnue dans la communauté d'investisseurs, mais sa mise en œuvre est encore une difficulté majeure. En effet, la société de gestion de fonds doit se reposer sur un matériau informatif cohérent, structuré et assez largement accessible ainsi que des méthodes éprouvées pour un diagnostic financier. Pendant ce temps, les méthodes de diagnostic stratégique restent encore disparates, tandis que les informations sur lesquelles elles se fondent demeurent hétérogènes et inégalement structurées. Néanmoins, la société de gestion de fonds nécessite de résoudre cette difficulté pour évaluer efficacement l'entreprise cible dans le contexte changeant.

C/ Préoccupations des investisseurs sur l'évaluation de la valeur corporelle de l'entreprise cible au sein de ses portefeuilles d'activité :

En réalité, l'entreprise cible peut s'exercer dans plusieurs domaines d'activité différents ou dans les marchés divers. Dans ce contexte, la société de gestion de fonds a toujours la préoccupation d'évaluer la valeur corporelle de l'entreprise cible. Pour répondre à cette préoccupation, elle doit d'abord évaluer les perspectives et les risques concernant la politique de financement de l'entreprise cible et celle d'investissement sur chaque domaine d'activité. Ensuite, l'agrégation de ces évaluations lui permet de donner une évaluation pertinente sur sa performance globale ou sa valeur créée et ses risques au sein de ses portefeuilles d'activité.

D/La démarche de l'analyse financière dans l'évaluation de la valeur corporelle.

Dans le processus d'investissement, la société de gestion de fonds doit envisager la méthode d'analyse financière dans le cadre d'analyse stratégique. Cela exige de comparer la performance globale de l'entreprise non seulement à celle du passé mais aussi à celle de ses

principaux concurrents. Pour ce faire, la société de gestion de fonds nécessite d'abord, d'effectuer la comparaison pour les aspects financiers ou le diagnostic financier dans chaque domaine d'activité stratégique de l'entreprise cible.

En réalité, les investisseurs doivent évaluer la capacité de création de valeur de l'entreprise cible et sa capacité d'équilibre financier, en particulier dans une tendance de la gestion des risques. Aux yeux des investisseurs, ces critères sont généralement considérés dans trois dimensions: passé, présent et avenir. L'évaluation du passé et du présent les aide à identifier le positionnement de l'entreprise cible sur le marché. Dès lors, les investisseurs peuvent évaluer ses forces et ses faiblesses dans la dimension financière. Ce travail leur permettra également de faire des anticipations et des prévisions liées à son développement sur les marchés (marché financier et marché des biens).

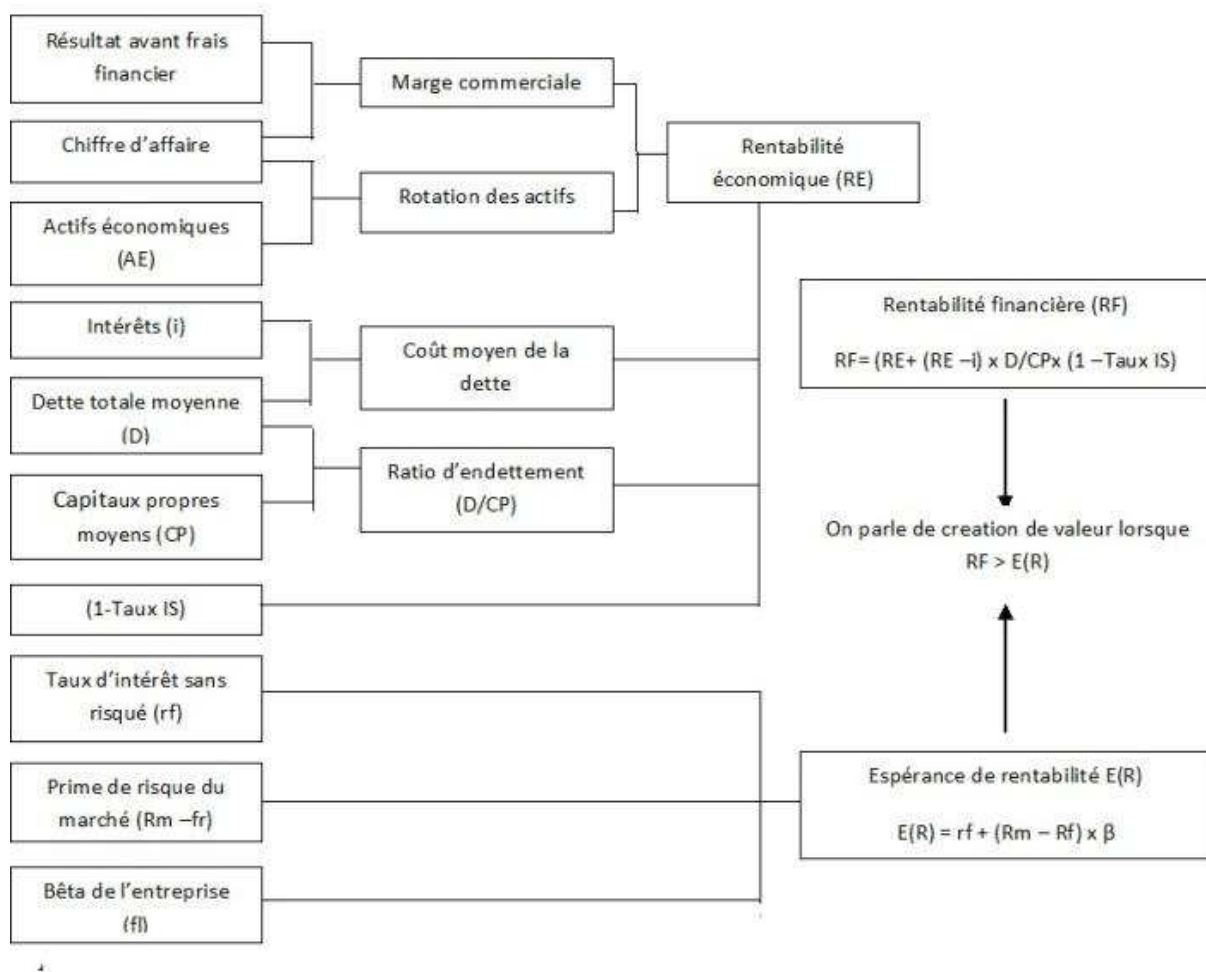


Figure 35 : Principes généraux de la création de valeur (O.Meier, 2005)

Dans la réalité, l'entreprise cible est déterminée capable de créer de la valeur si et seulement si la rentabilité financière est supérieure à l'espérance de rentabilité. Il faut rappeler que les investisseurs se basent souvent sur des données boursières pour déterminer l'espérance de rentabilité. Cette évaluation est encore développée sur la base de la théorie financière classique. Plus concrètement, les investisseurs prennent en compte souvent le taux d'intérêt

sans risque et la prime de risque de l'entreprise cible pour déterminer son espérance de rentabilité. En particulier, cette prime de risque est calculée en multipliant la prime moyenne sur le marché considérée par l'élément appelé Beta. En fait, cet indice Beta permet aux investisseurs d'évaluer les risques systématiques liés à l'entreprise cible, ou ceux qui ne peuvent pas être diversifiés. Cette méthode d'évaluation ignore souvent les risques spécifiques liés aux opérations de cette dernière. Cela conduit les investisseurs à sous-estimer ses capacités de création de valeur.

Pour surmonter les contraintes mentionnées ci-dessus, les investisseurs doivent rendre compte des facteurs qui créent de la valeur dans une comparaison entre l'entreprise cible et ses concurrents:

- En particulier, le montant de l'actif économique (l'actif économique est égal aux immobilisations nettes plus l'actif circulant moins les dettes d'exploitation).
- Le taux de rotation de l'actif (chiffre d'affaires / actifs économique).
- La marge commerciale (Résultats d'exploitation avant intérêt moins impôts normatifs/chiffres d'affaires)
- Structure financière de l'entreprise cible: En réalité, les investisseurs devraient également prêter attention à la mise en œuvre des nouvelles réglementations sur le système de comptabilité internationale dans le fonctionnement de l'entreprise cible. Ce système leur permet d'être en mesure de donner des évaluations très détaillées, chaque domaine pour chaque domaine, chaque pays pour chaque pays. Dans ce contexte, les investisseurs ne peuvent pas évaluer les facteurs qui créent de la valeur d'une manière globale, mais doivent les évaluer dans chaque DAS de l'entreprise cible.

Outre l'évaluation de la capacité à créer de la valeur de l'entreprise cible, les investisseurs sont également très intéressés aux évaluations de son équilibre financier et les risques associés afin d'évaluer sa compétitivité financière. Pour ce faire, les investisseurs doivent prendre en compte quatre principaux facteurs dans leur processus d'investissement:

- Les grands équilibres et les capacités de financement de la croissance;
- Le risque de solvabilité et de liquidité à court et moyen terme.

Grâce à l'analyse de la capacité de l'équilibre financier, les investisseurs vérifient si l'entreprise cible est capable de répondre aux critères suivants:

- La capacité d'équilibre financier: c'est-à-dire, l'entreprise cible peut survivre dans le moyen terme en termes de finance.
- La politique financière de l'entreprise cible n'est pas préjudiciable à celle de ses principaux concurrents.
- L'entreprise cible peut lever des fonds supplémentaires si nécessaire.

- L'entreprise cible est bien gouvernée afin de mettre en œuvre les opérations de croissance externe par l'échange d'actions.

Dès lors, les investisseurs peuvent donner des anticipations et des analyses sur les forces et les faiblesses dans le domaine financier de l'entreprise cible.

Les grands équilibres et les capacités de financement de la croissance:

Pour analyser la capacité d'équilibre financier et celle d'auto-financement, les investisseurs devraient évaluer la structure financière de l'entreprise cible. Ils peuvent prendre en compte les taux et les principaux indicateurs suivants:

- Le ratio d'endettement (Dettes financières/capitaux propres);
- L'évolution des capitaux propres;
- L'évolution du fonds de roulement;
- Le flux de trésorerie net annuel;
- Le taux de versement des dividendes (Dividendes/Résultats à répartir)
- La capacité de remboursement des emprunts (CAF/Dettes financières)
- L'attractivité des actions 1 (Bénéfice par action - BPA)
- L'attractivité des actions 2 (PER - Price Earning Ratio - Cours de l'action/ Résultat net)

Dans le processus d'investissement, les investisseurs sont également intéressés aux risques financiers de l'entreprise cible, notamment ceux de sa solvabilité et de sa liquidité.

En réalité, la solvabilité est connue comme la capacité à payer les dettes de l'entreprise. Les investisseurs devraient évaluer la solvabilité dans une perspective continue sur l'exploitation et la liquidité des opérations de l'entreprise ou la gestion conformée à sa ligne de fonctionnement. Au point de vue de la capacité continue d'exploiter les activités de l'entreprise, ils déterminent si son résultat commercial au futur lui permettra de rembourser à l'échéance des intérêts et du capital. Au point de vue de la liquidité de fonctionnement, les investisseurs évaluent si la revente de tous les actifs de l'entreprise peut assurer le paiement de toutes ses dettes. L'évaluation de ce risque est généralement réalisée via l'évaluation de l'actif net considéré, c'est - à - dire de la valeur de revente de tous les actifs de l'entreprise moins l'ensemble de ses dettes. Il existe des normes sectorielles.

Dans le processus d'investissement, la liquidité a également une forte influence sur les décisions des investisseurs. Par définition, le risque de liquidité conforme à celui lié à l'impossibilité de paiement à l'échéance (versement d'intérêts ou amortissement d'emprunt) pour la raison que les actifs ne peuvent pas être liquidables. Ici, les investisseurs font face au risque de compte plutôt qu'à celui lié à la rentabilité d'une activité.

En réalité, les investisseurs peuvent utiliser les trois ratios suivants pour mesurer ce risque:

- Le ratio de liquidité générale: actifs liquidables à moins d'un an/dettes exigibles à moins d'un an;

- Le ratio de liquidité réduite:

(Actifs liquidables à moins d'un an - stocks)/ Dettes exigibles à moins d'un an;

- Le ratio de liquidité immédiate:

(Titres de placement et disponibilités/Dettes exigibles à moins d'un an).

- **Évaluation des risques concernant la réputation de l'entreprise**

Dans le contexte d'aujourd'hui, les investisseurs peuvent utiliser l'approche de convention pour évaluer la performance globale de l'entreprise cible. Selon cette approche, les investisseurs peuvent envisager d'évaluer la réputation en examinant si l'entreprise cible peut respecter ses engagements déjà co-construits et discutés entre elle et les parties prenantes. Il faut rappeler que cette entreprise cible peut s'exercer sur différents DAS. Par conséquent, chaque domaine peut lui apporter des évaluations de différents acteurs sur sa performance. L'agrégation de ces évaluations des images/ de marque de l'entreprise permet aux investisseurs d'évaluer sa réputation dans tous ses DAS.

Dans ce contexte, les investisseurs doivent tout d'abord évaluer l'image de l'entreprise sur chacun de ses DAS. Pour ce faire, les investisseurs continuent à s'appuyer sur la méthode d'évaluation par l'analyse stratégique dans leur processus d'investissement. Par conséquent, ils devront d'abord évaluer la capacité de l'entreprise cible sur des dimensions différentes (financière, économique, sociale et environnementale). Ce travail leur demande d'évaluer ses ressources sur les dimensions ci-dessus. En réalité, les investisseurs ont également beaucoup d'indicateurs différents d'évaluation pour ces ressources qui sont développés à partir des analyses de la matrice stratégique. Par ailleurs, ils devraient également évaluer les tendances de développement de l'environnement dans lequel l'entreprise se situe. En fait, cette évaluation de la tendance de développement de l'environnement inclut l'identification des attentes et des limites des parties prenantes sur les dimensions financières, économiques, sociales et environnementales. Ces évaluations doivent être réalisées sur différentes facettes d'analyse (macroéconomique, mésoéconomique et microéconomique). Il faut rappeler que ces évaluations peuvent être déterminées par les indicateurs différents des matrices d'analyse stratégique. Enfin, ils doivent comparer les évaluations de la capacité de l'entreprise cible à celles de la tendance de développement de ses environnements dans chaque DAS, à chaque facette d'analyse, sur chaque déterminant principal ainsi que les critères d'évaluation. Ce travail aide les investisseurs à évaluer pertinemment les déterminants principaux constituant la réputation de l'entreprise. Dès lors, les investisseurs doivent agréger toutes ces différentes évaluations pour être en mesure d'évaluer l'image de cette dernière sur différents domaines.

Enfin, l'agrégation des évaluations de son image sur différents domaines permet aux investisseurs d'évaluer sa réputation.

Auparavant, l'agrégation des évaluations objectives liées à la réputation de l'entreprise cible de toutes ses parties prenantes posait souvent des problèmes difficiles pour les investisseurs en raison des limitations de la TIC. Dans ce contexte, certains acteurs disposaient de certaines informations utiles relatives à l'entreprise cible. Cependant, ces acteurs ne publient pas ces informations au public pour leurs propres intérêts ainsi que ceux de leur organisation. Par conséquent, les investisseurs étaient souvent affectés par l'asymétrie de l'information entre eux et les parties prenantes de l'entreprise cible. Par conséquent, ils ne pouvaient pas saisir toutes les informations relatives à cette dernière. Cela conduisait les investisseurs à rencontrer plusieurs difficultés dans l'évaluation de sa réputation.

Aujourd'hui, le développement de la NTIC et de la mondialisation permet à tous les acteurs de donner facilement plusieurs informations, et leurs opinions liées à l'entreprise cible sur les différents marchés (marché financier, marché des biens et des services). Cela conduit la quantité d'informations relatives à cette dernière à augmenter sans cesse. Dans ce contexte, les investisseurs collectent les informations fournies par les parties prenantes (clients, fournisseurs, acteurs sociaux, employés, investisseurs, créanciers) afin de réduire l'impact de l'asymétrie d'information entre eux et ces parties prenantes. Dès lors, ils peuvent considérer l'influence des déterminants principaux sur l'image / la réputation de l'entreprise cible. Cependant, l'explosion du volume d'informations conduit les investisseurs à rencontrer également plusieurs difficultés dans la sélection des informations nécessaires. En réalité, les investisseurs, les investisseurs institutionnels sont également affectés par les contraintes telles que les ressources humaines, le temps, la finance ... dans leur processus d'investissement. Sous ces contraintes, ils peuvent se référer au concept de la rationalité limitée proposé par H.Simon. Selon ce raisonnement, les investisseurs devraient développer un système des critères d'évaluation lors de l'examen de l'image ou de la réputation de l'entreprise cible dans différents secteurs. Ce système de critères permet aux investisseurs ainsi que leurs collègues de collecter des informations sur des thèmes et des critères prédéterminés lors de l'examen de l'évaluation de la réputation de l'entreprise. Dès lors, les investisseurs peuvent évaluer l'image et la réputation de cette dernière selon ces thèmes ou ces critères. L'agrégation de ces évaluations leur permet d'avoir une vue exacte de la réputation de l'entreprise cible. L'émergence des réseaux sociaux (Facebook, Twitter, LinkedIn, etc.) facilite également ce travail. Dans ce contexte, cette méthode d'évaluation semble correspondre à l'approche de la sagesse de foule initiée par James Surowiecki (2004). Dans le livre «Sagesse de foule», il a donné de nombreuses preuves indiquant que l'agrégation des connaissances de grands nombres pouvait donner de meilleurs résultats que la pensée de quelques personnes, même des experts. Cela confirme le bien-fondé de l'application de la sagesse de foule ou de l'intelligence collective dans l'évaluation de la réputation de l'entreprise.

En réalité, ces informations relatives reflètent souvent le propre point de vue et le jugement de chacune des parties prenantes pour l'entreprise cible. De nos jours, les nouveaux outils d'information, tels que le Web 2.0, permettent à ces acteurs de publier rapidement et dynamiquement des informations. Il faut rappeler que chaque partie prenante s'exerce dans un

domaine spécifique. Par conséquent, ils donnent des opinions spécialisées sur un domaine relatif à l'entreprise cible. L'agrégation de ces évaluations conduit les investisseurs à avoir une vue exacte de ce domaine. Cependant, dans certains cas, ces acteurs ont encore les opinions coïncidentes lors de la considération de certains critères d'évaluation de l'entreprise cible. Cette coïncidence d'information provient de l'imitation, la centralisation, la division du groupe d'amitié et le comportement émotionnel dans la communauté des parties prenantes. Ces phénomènes sont susceptibles d'émerger dans le contexte d'aujourd'hui, parce que les acteurs consultent facilement l'autre à travers les outils d'information et de communication tels que les réseaux sociaux, internet. Cela semble entraver l'application de la sagesse de foule dans l'évaluation de la réputation de l'entreprise.

Selon James Surowiecki (2004), l'intelligence collective fonctionne efficacement si les quatre conditions suivantes sont garanties:

- La diversité
- L'indépendance
- La décentralisation: Chaque individu devrait se spécialiser dans chaque domaine.
- L'agrégation des idées, des évaluations.

Pour ce faire, les parties prenantes doivent donner des évaluations indépendantes sur l'entreprise cible. Leurs opinions ne sont pas d'imiter l'autre. Cependant, en réalité, les investisseurs peuvent faire face à plusieurs informations redondantes. Pour assurer cette hypothèse, les investisseurs doivent les sélectionner, traiter dans le but d'éviter la coïncidence des informations. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent s'appuyer sur la méthode d'exploitation d'information générale afin de garantir la qualité des informations de manière efficace avant de procéder à l'examen et à l'analyse. Cette méthode peut leur permettre de transformer les informations informelles en celles formelles et celles secondaires en celles primaires. Actuellement, les investisseurs peuvent prendre en compte certains outils de collecte d'information qui filtrent ces informations selon les critères prédéfinis sur Internet. Dans ce contexte, ils peuvent se référer aux techniques d'exploitation d'information, une des techniques couramment utilisée dans l'approche de l'Intelligence économique. Cette méthode sera présentée dans le chapitre 4 de notre thèse.

Après avoir identifié les informations utiles, les investisseurs peuvent les intégrer pour donner des jugements relatifs à l'entreprise cible selon certains critères prédéfinis. Ces jugements peuvent contenir des signaux faibles. Les investisseurs devraient continuer à collecter et agréger ces signaux faibles pour former des hypothèses de scénario de l'entreprise cible ainsi que son environnement. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent considérer ces hypothèses de tendance en évaluant les conséquences auxquelles cette dernière devra être confrontée lorsque les incertitudes s'exercent. Pour ce faire, les investisseurs peuvent collecter des hypothèses énoncées par les experts dans chaque domaine de l'entreprise cible. Les experts donneront les ruptures des hypothèses dans des situations spécifiques. L'agrégation de ces hypothèses permettra aux investisseurs de visualiser les incertitudes potentielles sur certaines

dimensions spécifiques (financière, économique, culturelle, sociale) auxquelles l'entreprise pourra faire face. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent être confrontés aux différentes situations hypothétiques. Une question se pose: «Comment les investisseurs peuvent ils choisir certaines bonnes hypothèses de scénarios dans le contexte actuel? ». En réalité, ces hypothèses doivent être vérifiées par la collecte des données complémentaires. Ces informations complémentaires contiendront des signaux faibles qui permettront aux investisseurs de confirmer ou rejeter certaines tendances. Il faut noter que les investisseurs ont également des préoccupations au sujet de la qualité du jugement des experts lorsqu'ils donnent des hypothèses. Cela leur demande d'avoir une méthode de vérification, d'examiner la qualité des experts. Nous allons présenter cette section dans le quatrième chapitre de notre thèse.

Après avoir identifié les hypothèses de scénario concrètes potentielles pour la capacité de l'entreprise cible ainsi que la tendance de son environnement, les investisseurs devraient comparer les deux éléments mentionnés ci-dessus pour évaluer son image / sa réputation dans chaque domaine. Ce travail leur permet de détecter les risques et les incertitudes auxquels l'entreprise ainsi qu'eux-mêmes devront être confrontés. Dès lors, les investisseurs devraient prendre en compte l'agrégation de ces évaluations afin de déterminer le développement de la réputation de l'entreprise cible.

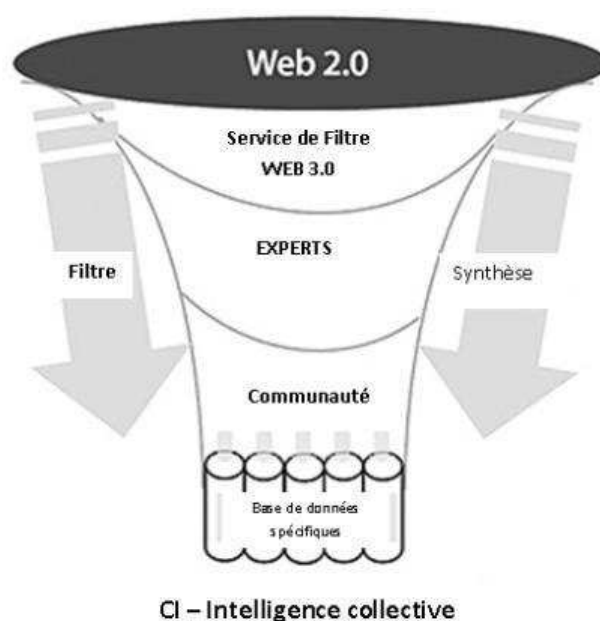


Figure 36 : Intelligence collective dans l'évaluation des risques concernant la réputation de l'entreprise

- Une nouvelle matrice d'évaluation d'investissement pour la prise de décision des investisseurs

Analyser la cohérence d'un portefeuille d'activité de l'entreprise cible permet aux investisseurs, notamment la société de gestion de fonds d'évaluer si cette entreprise possède

suffisamment de couples produits/marchés rentables pour financer de nouvelles activités. A partir de cela, ils peuvent évaluer les perspectives et les risques de l'entreprise cible sur l'ensemble du portefeuille d'activité.

Dans le processus d'investissement, la société de gestion de fonds utilise les matrices stratégiques telles que BCG, ADL, Mc-Kinsey pour analyser la cohérence d'un portefeuille d'activités des entreprises diversifiées. Ces matrices l'aide à avoir une vision synthétique sur un ensemble d'activités de l'entreprise cible et à les évaluer en termes d'intérêt stratégique pour la firme. Dans ces matrices, les logiques d'arbitrage entre les DAS sont mises en place en vue d'harmoniser son portefeuille d'activités. Ces logiques conduisent la société de gestion de fonds à se rendre compte de risques d'affaire concernant l'entreprise cible. En général, ces matrices sont les résultats de diagnostics interne et externe de l'entreprise cible:

- l'analyse des forces et des faiblesses de l'entreprise à travers les Facteurs clés de succès du domaine étudié formule la position concurrentielle de l'entreprise (faible ou élevée) sur le DAS.
- l'analyse des opportunités et menaces de l'environnement ainsi que sa valeur donnent un attrait faible ou élevé du DAS.

Par conséquent, les deux dimensions suivantes se croisent dans les matrices:

- L'attrait des différentes activités.
- La position concurrentielle de l'entreprise par activité.

En réalité, les différences entre les matrices proposées demeurent dans la façon d'évaluer ces deux dimensions. En revanche, la société de gestion de fonds peut utiliser l'une des ces matrices car elle a le même objectif.

Néanmoins, ces matrices restent encore des contraintes lors de la mise en œuvre dans le processus d'investissement de la société de gestion de fonds. En effet, elles reflètent exactement la vision des dirigeants de l'entreprise cible dans leur évaluation des risques et des perspectives de la firme sur les marchés réels mais sans tenir compte de celle des investisseurs, notamment de la société de gestion de fonds. Ainsi, ces matrices conduisent ces derniers à collecter les informations en se basant sur la vision de dirigeant de l'entreprise. A partir de cela, les investisseurs ne peuvent pas donner un jugement de façon objective sur l'entreprise cible. Cela les incite à surestimer ou sous-estimer l'entreprise cible. Ainsi, il est absurde pour les investisseurs de continuer à utiliser ces matrices en vue de formuler l'évaluation de l'entreprise cible dans le contexte changeant.

Aujourd'hui, avec l'apparition de l'intelligence financière, les investisseurs peuvent trouver les informations et les exploiter de façon efficace. Cela leur permet de réduire l'effet d'asymétrie d'information entre eux-mêmes et les parties prenantes de l'entreprise cible et de vérifier la

qualité d'informations perçues. De plus, l'intelligence financière les aide à prendre en compte les dimensions extra-financières et temporelles dans l'évaluation de l'entreprise cible.

Dans ce contexte, les investisseurs peuvent déceler et évaluer les risques concernant la valeur corporelle de l'entreprise cible en se basant sur le diagnostic financier. Il faut noter que ce dernier s'appuie sur le cadre d'analyse stratégique. Quant au diagnostic financier dans le processus d'investissement, les investisseurs peuvent déterminer les indicateurs financiers à partir des informations financières collectées. A partir de cela, ils peuvent constituer un tableau de bord permettant d'évaluer les risques et les perspectives de l'entreprise cible sur un domaine d'activité stratégique. Ainsi, ce travail procure aux investisseurs, notamment la société de gestion de fonds un moyen pour caractériser l'attrait financier de l'entreprise cible.

Outre les informations financières, économiques diffusées par l'entreprise cible, ils doivent prendre en compte aussi les informations concernant les perceptions des différentes parties prenantes de l'entreprise cible. Ces perceptions leur permettent de constituer les images/ la réputation de l'entreprise cible sous chaque aspect d'évaluation dans chaque DAS ou de l'ensemble de portefeuille d'activité.

Comme nous avons mentionné ci-dessus, la réputation a un grand impact sur la valeur de l'entreprise cible dans le contexte changeant. Ainsi, l'évaluation de risques concernant la réputation joue un rôle important dans le processus d'investissement des investisseurs. Pour ce faire, les investisseurs peuvent caractériser l'image/la réputation en se basant sur certains critères d'évaluation dans plusieurs aspects d'évaluation différents et dimensions diverses (finance, économie, technologie, sociale et environnement) lorsqu'ils envisagent l'entreprise cible sur un domaine d'activité stratégique. Ainsi, ce travail permet aux investisseurs d'évaluer les perspectives et les risques concernant l'image/la réputation de l'entreprise cible dans le contexte changeant.

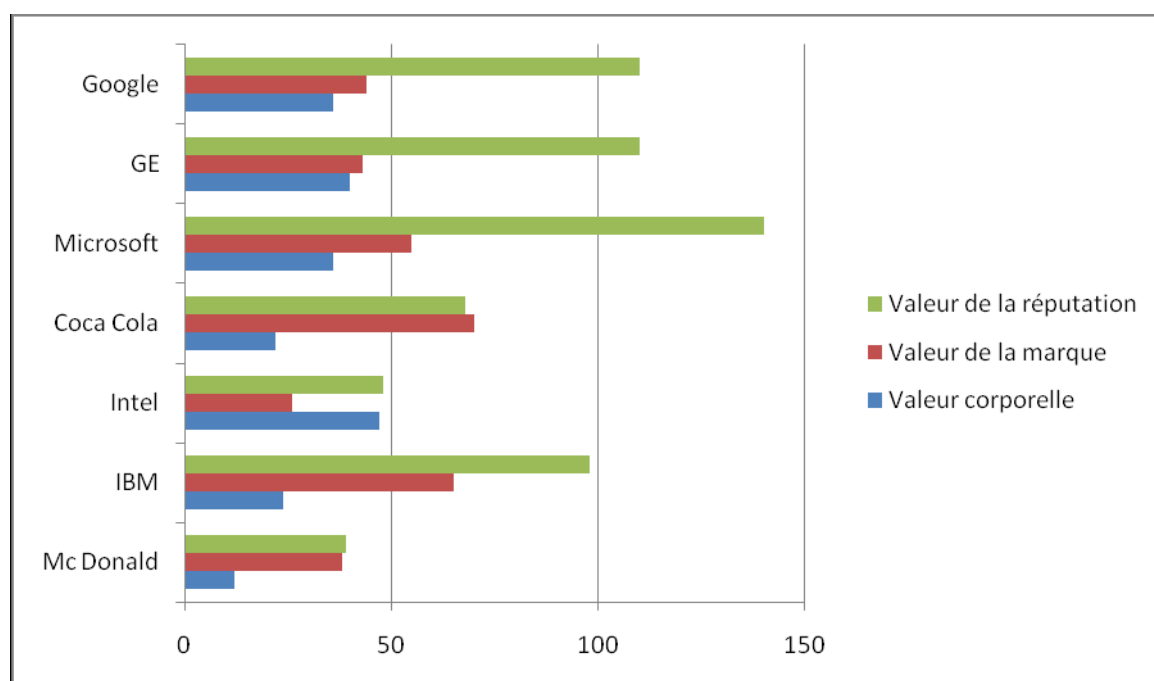
De tels constats les conduisent à évaluer l'évolution de la valeur de l'entreprise cible par rapport à celle de ses principaux concurrents dans un domaine d'activité stratégique à travers deux critères suivants : l'attrait financier de l'entreprise cible et l'attrait de l'image/de la réputation de l'entreprise cible. Cette approche accorde une place importante à la dimension financière en évaluant un lien entre d'une part les risques et les perspectives issus de la politique d'investissement de l'entreprise cible et d'autre part ceux issus de sa politique de financement. D'ailleurs, elle met en avant le lien entre l'attrait financier et celui de l'image/de la réputation de l'entreprise cible.

Dans une étude d'Oxford Matrica sur la valeur des entreprises américaines (2011), la valeur corporelle de Google (2010) s'établissant à environ 36 milliards de dollars américains, la valeur de la marque était environ de 44 milliards de dollars et la valeur de la réputation environ de 110 milliards de dollars. Pour le cas de GE, la valeur corporelle se situait à près de 40 milliards de dollars américains, la valeur de la marque était d'environ 43 milliards de dollars et la valeur de la réputation environ de 110 milliards de dollars. A partir de cela,

Teodoresco et Marcellis –Warin montre que « la réputation d’une entreprise peut valoir beaucoup plus que la valeur corporelle et celle de la marque réunies ». Cela nous impose de prendre en considération l’hérarchie entre la valeur corporelle, celle de la marque et celle de la réputation aux yeux des investisseurs.

Dans les pays développés tels que les Etats-Unis, la France, nous constatons que les investisseurs institutionnels apprécient généralement la valeur de l’image/de la réputation en rapport avec la valeur corporelle et à celle de la marque. Cela a un grand impact sur l’évaluation de la valeur de l’entreprise cible.

Au Vietnam, nous constatons que les investisseurs apprécient encore la valeur corporelle mais sans tenir compte de la valeur de marques et celle de réputation lorsqu’ils évaluent les risques et les perspectives de l’entreprise. Néanmoins, sous l’effet de la mondialisation et le développement de nouvelles technologies de l’information et de la communication, nous pensons que les investisseurs institutionnels vietnamiens pourraient avoir une même hiérarchie d’évaluation de la valeur de l’entreprise cible comme les investisseurs institutionnels des pays développés.



Source : Adaptation d’Oxford Metrica, 2011

Figure 37 : Eléments de la valeur de l’entreprise (en milliards de dollars américains)

De tels constats, nous proposons une matrice d’évaluation de risque concernant la valeur de l’entreprise cible dans un domaine d’activité comme ci-dessous :

Dans la zone I, intitulée « Etoile », l'attrait de l'image/ de la réputation et celui financier de l'entreprise cible sont fortes aux yeux des investisseurs. Dans ce contexte, la position de l'entreprise cible est très favorable. Elle a une tendance à trouver un point d'équilibre de la valeur de l'entreprise cible à travers l'évaluation de valeur corporelle et celle de l'image/de la réputation. Ainsi, les investisseurs peuvent bien apprécier la valeur de l'entreprise cible par rapport à ses concurrents principaux dans le même domaine d'activité stratégique.

Attrait financier

Attrait de la réputation	Forte	Zone I « Etoile » Augmenter la valeur de l'entreprise cible	Zone III « Surveillance » Surveiller la valeur de l'entreprise cible
	Faible	Zone II « Occasion »- Maintenir ou augmenter la valeur de l'entreprise cible	Zone IV « Abandon »- Abandonner à surveiller la valeur de l'entreprise cible

Figure 38 : Matrice d'évaluation de risque concernant la valeur de l'entreprise dans un domaine d'activité

Dans la zone II, intitulée « Occasion », l'attrait financier est faible tandis que l'attrait de l'image/de la réputation est élevé. Dans ce contexte, la valeur de l'entreprise tend à augmenter ou maintenir dans l'avenir. Cela conduit les investisseurs à surveiller ou apprécier la valeur de l'entreprise par rapport à ses principaux concurrents dans le domaine d'activité stratégique étudié.

Dans la zone III, intitulée « Surveillance », l'attrait financier est fort alors que celui de l'image/de la réputation est faible. Dans ce contexte, la valeur de l'entreprise tend à baisser ou se maintenir dans l'avenir. Cela conduit les investisseurs à surveiller ou sous-estimer la valeur de l'entreprise par rapport à ses principaux concurrents dans le domaine d'activité stratégique étudié.

Dans la zone IV, intitulée « Abandon », l'attrait financier et celui de l'image/de la réputation sont faibles. Dans ce contexte, la valeur de l'entreprise tend à sous-estimer fortement dans l'avenir. Cela incite les investisseurs à cesser d'évaluer la valeur de l'entreprise cible.

Cette matrice permet aux investisseurs d'évaluer les perspectives et les risques concernant la valeur de l'entreprise cible dans un domaine d'activité stratégique. A partir de cela, ils peuvent préparer l'évaluation de l'ensemble de son portefeuille d'activité. Néanmoins, cette

matrice nécessite d'être expérimentée dans le terrain d'application de notre thèse (Vietnam). Ce travail sera présenté dans le chapitre 4.

Il faut noter que chaque entreprise cible peut avoir une hiérarchie différente pour les domaines d'activité stratégique auxquels l'entreprise cible participe. De ce raisonnement, les évolutions de risques ou de perspectives de chaque domaine d'activité stratégique peut avoir un impact propre sur la valeur de l'entreprise cible. Dans ce contexte, les investisseurs doivent tenir compte de cette hiérarchie lorsqu'ils font la synthèse des évaluations de la valeur de l'entreprise cible.

Pour déterminer cette hiérarchie, les investisseurs doivent effectuer la segmentation de l'entreprise cible. Ce travail leur permet aussi de connaître les facteurs clés associés à chaque DAS, les concurrents spécifiques et les choix en matière de stratégie concurrentielle. A partir de cela, ils peuvent déterminer l'ordre de priorité pour chaque domaine d'activité. Par exemple : dans le processus d'investissement, la société de gestion de fonds envisage l'entreprise PSA Peugeot – Citroën. Cette dernière s'exerce dans 4 domaines d'activité différents : division automobile, équipement automobile, finance et enfin d'autres activités dont l'élimination. Dans 4 secteurs, elle privilégie la division automobile et l'équipement automobile à deux autres secteurs.

En réalité, les investisseurs peuvent utiliser la méthode AHP, l'une des techniques de l'analyse de décision multicritère proposée par Thomas L.Saaty, pour évaluer précisément les risques et les perspectives concernant la valeur de l'entreprise cible. Cela les aide à concevoir une matrice synthétique d'évaluation de la valeur en vue de préparer la décision d'investissement adéquate dans le contexte changeant.

2.2.3 Comment prévoir le futur dans un contexte non-linéaire

En se basant sur le principe de minimiser des risques dans l'investissement, Taleb conseille aux investisseurs d'identifier la source d'information utile avant de prendre des décisions d'investissement. Donc, il faut développer une méthode d'évaluation des sources d'information collectées. Pour ce faire, les investisseurs peuvent se référer aux conseils de Taleb sur la sélection de la source d'information.

D'abord, les investisseurs doivent identifier les phénomènes de Cygne Noir contenant des risques négatifs et positifs. A partir de cela, ils doivent trouver les sources d'information contenant des risques négatifs et celles apportant des risques positifs.

Ensuite, les investisseurs ne doivent pas s'intéresser aux conseils, observations des prévisionnistes, des analystes financiers car ces personnes donnent souvent des prévisions fondées sur la loi de la statistique Gaussienne. Il faut noter que cette loi n'est plus exacte dans le monde actuel. Nous trouvons que ces informations affectent même la décision de certains investisseurs. Ces derniers prennent des décisions en se basant sur ces fausses évaluations. À partir de cet argument, les investisseurs peuvent gagner des profits s'ils détectent des bulles spéculatives.

De plus, les investisseurs peuvent chercher à accéder aux sources d'information apportant des opportunités rares. Les sources proviennent de la rencontre des partenaires potentiels de l'entreprise cible (fournisseurs, actionnaires majoritaires, clients principaux, créanciers). Par conséquent, les investisseurs peuvent collecter des informations précieuses en vue d'évaluer l'entreprise cible.

Finalement, Taleb conseille aux investisseurs d'évaluer la compétence ou la capacité de l'entreprise. Cela leur demande de qualifier de façon exacte les sources d'information concernant les sujets affectant directement l'entreprise.

La mise en œuvre de la méthode de la statistique zipfienne :

Dans le contexte de l'économie actuelle, la mondialisation et le développement des sciences de l'information et de la communication permettent aux entreprises de se connecter plus étroitement au réseau économique mondial. Au sein de ce réseau, quelques entreprises ou organisations sont considérées comme les points de connexion importants avec les autres entreprises et organisations économiques. La structure de ces réseaux a une concentration extrême : quelques points (entreprises) sont raccordées excessivement mais ce n'est pas le cas pour certains autres points. Selon la logique de la distribution prioritaire, la distribution de ces points de connexion est formée en fonction de la structure d'échelle (ou de l'économie d'échelle). Cette distribution s'applique dans l'économie ainsi que dans les réseaux de communication ou d'électricité.

En ce qui concerne la forme, ce réseau permet à l'économie de se développer fortement. Cependant, il fait apparaître une faiblesse conjuguée bien qu'il semble diminuer l'instabilité. Dans ce contexte, Taleb trouve que l'instabilité provient des points de connexion principaux du réseau économique. Lorsqu'un de ces points est dégradé, tout le réseau s'effondre facilement. Cela constitue la conséquence du processus de distribution prioritaire. Elle montre qu'un petit nombre de points ayant une concentration extrême affecte la sécurité de l'ensemble du réseau. En fait, la crise « supprime » en 2008 a témoigné de l'effondrement d'une série de banques, de sociétés dans le monde. La leçon tirée de cet événement est que notre réseau économique, financier peut s'effondrer facilement quand quelques points de connexion principaux de cette économie (institutions financières) s'effondrent. En effet, l'environnement financier s'élargit avec l'apparition de plusieurs banques qui ont un grand pouvoir dans le monde. La machine de ces banques est volumineuse et marche en se basant sur l'évaluation des risques conformément à la loi Gaussienne. Ce mode d'évaluation montre certaines limites dans le contexte de changement. L'effondrement d'une banque entraîne l'effondrement de nombreuses autres banques. L'influence de cet effondrement affecte plusieurs autres sujets au sein des marchés financiers, des marchés des biens et des services à l'échelle mondiale. De ce fait, les entreprises sont rapidement affectées et peuvent subir des conséquences imprévisibles. Dans ce contexte, Taleb dit que nous nous déplaçons de l'environnement de Mediocristan à Extremistan.

Au sein de l'environnement d'Extremistan, nous pensons que l'image/ la réputation de l'entreprise peut être affectée par des parties prenantes tant au niveau national qu'au niveau international. Elle a facilement influence de nombreux auteurs dans différents domaines (finance, économie, technologie, législation,...) et à différents niveaux.

En réalité, les investisseurs souhaite collecter des informations utiles des parties prenantes concernant l'entreprise cible afin de réduire l'impact de l'asymétrie de l'information. Grâce aux outils d'information et de communication, ces parties prenantes peuvent donner aisément leurs opinions ou leurs idées sur l'image ou la réputation de l'entreprise cible. Ces idées ont un script. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent suivre le conseil des ces parties prenantes sans tenir compte de la qualité de l'information acquise. Ils peuvent imiter ces idées et déformer le script lors du récit d'une histoire narrative. Cela explique pourquoi les investisseurs peuvent faire face à l'incertitude dans leur processus d'investissement. Dans ce contexte, les investisseurs doivent disposer d'une méthode au service de la gestion des risques imprévisibles.

Dans le processus d'investissement, les investisseurs trouvent que chaque type d'entreprise possède des caractéristiques particulières d'activité. Ces caractéristiques dépendent de la nature des affaires ou celle des secteurs auxquels l'entreprise cible participe, de son objectif, de sa mode de développement, de sa zone d'opération. Elles apportent des changements particuliers dans le monde qui actuellement change beaucoup. Afin d'évaluer des risques de chaque type d'entreprise dans le contexte changeant, Taleb montre que les investisseurs peuvent diviser les secteurs des entreprises en deux formes principales : des secteurs scalables et des secteurs non scalables. Taleb pense que des secteurs scalables constituent des secteurs dont les revenus se lient avec le rapport entre la décision prise par le gérant de l'entreprise et ses efforts. Autrement dit, les secteurs scalables concernent les problèmes sur les connaissances et l'information. Au contraire, les secteurs non scalables dépendent de leurs éléments endogènes sans tenir compte des caractéristiques informationnels. Dans ce contexte, les investisseurs proposent des différents indicateurs d'évaluation ainsi que des diverses taux prioritaire en fonction de chaque type des secteurs. Par exemple : l'industrie agro-alimentaire peut être considérée comme un secteur non scalable car le chiffre d'affaires de ce secteur ne dépend pas trop de la décision du gérant de l'entreprise mais du nombre de produits fabriqués par l'entreprise dans ce domaine. Dans le contexte de mondialisation, les entreprises qui participent à l'emballage, la sous-traitance, ne donnent aucune action concrète pour améliorer la valeur de leur marque déposée ou la rénovation de leurs produits et de leurs services. Bien que ces entreprises pratiquent l'exportation, leurs informations sont peu diffusées. Cela explique pourquoi le prix des titres de ces entreprises n'est pas bien affecté dans les marchés financiers. En conséquence, l'image/ la réputation de telles entreprises est difficile à évaluer. Il faut noter que l'entreprise cible peut s'exercer dans plusieurs domaines d'activités stratégiques différents, y compris les secteurs scalables et ceux non scalables. Pour évaluer les impacts des risques sur la firme, notamment sur sa réputation, nous pensons que les investisseurs ont intérêt à envisager l'entreprise cible sous les domaines d'activités stratégiques différents lors de leur processus d'investissement.

En réalité, les informations sur le taux d'intérêt de la banque, l'impôt d'exportation représentent les éléments principaux affectant directement le prix des produits des entreprises dans le domaine agro-alimentaire. Ces informations ont un impact sur les évaluations des investisseurs lors de leur processus d'investissement. En outre, les investisseurs peuvent trouver des informations relatives au droit fiscal d'importation des pays importateurs. Ces informations influent les activités de l'entreprise au niveau mésoéconomique. Finalement, les investisseurs s'intéressent beaucoup aux éléments qui affectent l'entreprise au niveau microéconomique. Ces éléments consistent à la capacité de gestion de l'entreprise cible, à sa capacité de concurrence, à sa capacité de réponse aux engagements dans les secteurs d'activités, à sa capacité de la réalisation des engagements auprès de l'attente des autres parties prenantes.

Comme mentionné ci-dessus, l'image/ la réputation de l'entreprise cible est le reflète de la perception des parties prenantes de l'entreprise. A partir de cela, les investisseurs peuvent évaluer l'image/ la réputation de l'entreprise cible de façon rationnelle en fonction de trois dimensions d'évaluation : finance ; économie – technologie ; image – société et de trois niveaux d'analyse : micro-analyse ; analyse mésoéconomique et macro-analyse. Dans ce processus, les investisseurs proposent le taux prioritaire vis-à-vis de chaque dimension constituant l'image/la réputation de l'entreprise cible et de niveaux d'analyse. Selon Taleb, ce taux est constant dans tous les environnements, même l'environnement Extrémistan. Cela leur permet de préparer des évaluations correctes sur l'entreprise cible dans le contexte de changement actuel.

Dans chaque dimension constituant l'image/la réputation de l'entreprise, chaque partie prenante a son niveau d'impact propre sur l'image de l'entreprise. En réalité, l'investisseur trouve que quelques parties prenantes peuvent affecter plusieurs dimensions constituant la réputation de l'entreprise cible. Par exemple : dans une entreprise d'exportation agro-alimentaire, les investisseurs peut rendre compte de l'importance du rôle des fournisseurs des matières premières. Cela influe la qualité et le prix du produit de l'entreprise cible. A partir de cela, les fournisseurs ont certains impacts sur la capacité économique et technique de l'entreprise cible. De plus, les fournisseurs influence sur le règlement de la société en particulier et sur les problèmes financiers en général. En outre, si la fabrication de ces fournisseurs ne respecte pas des règlements des organisations environnementales, la réputation de l'entreprise cible est bien affectée en termes sociaux.

À partir des observations ci-dessus, l'identification des parties prenantes ayant un grand impact sur la réputation de l'entreprise cible, joue un rôle important dans la décision d'investissement ainsi que la gestion des risques imprévisibles des investisseurs. Ces parties prenantes sont connues comme les points d'interconnexion des relations avec des autres parties prenantes qui s'attachent à plusieurs domaines ou dimensions d'évaluation de l'entreprise cible (finance, économie – technologie, image-réputation). En se basant sur la logique de distribution prioritaire, l'évaluation des points de vue des parties prenantes ayant un grand impact sur la réputation de l'entreprise cible joue un rôle important dans la décision des investisseurs. Cela correspond largement à la réalité dans le contexte actuel.

En réalité, les investisseurs peuvent trouver plusieurs sources d'information diverses dans un groupe de parties prenantes qui donne les informations ou ses points de vue sur les différents thèmes relatifs à l'entreprise cible de manière directe ou indirecte. Il faut noter que les parties prenantes peuvent également manipuler les informations sur l'entreprise cible. Ces informations manipulées peuvent conduire les investisseurs à commettre une erreur d'évaluation sur l'entreprise cible. Donc, les investisseurs doivent évaluer la qualité de l'information acquise. Pour ce faire, ils peuvent évaluer la qualité des sources d'informations collectées concernant l'entreprise cible. A partir de cela, ils peuvent hiérarchiser ces sources d'information avant de collecter les informations concernant l'entreprise cible. Cette méthode permet aux investisseurs de réduire l'incertitude sans évaluer la qualité de l'information lors de leur processus d'investissement.

Les évaluations de quelques parties prenantes sur l'entreprise cible peuvent être négatives ou positives. Dans certains cas, ces évaluations peuvent être diffusées rapidement dans le public. Ainsi, une bulle spéculative peut être formée et affecter fortement l'image/ la réputation de l'entreprise dans un domaine particulier. Par exemple : le client A peut donner de bonnes évaluations sur le produit de l'entreprise cible dans quelques forums ou sites d'évaluation. Leurs opinions seront imitées par les autres clients. Cela constitue la condition formant le biais cognitif dans la communauté des clients et des bulles spéculatives sur les produits. Cependant, quelques autres clients donnent de mauvaises opinions vis - à - vis de l'entreprise cible. Dans un tel contexte, les investisseurs ne peuvent pas affirmer que la bulle spéculative est formée en se basant sur l'opinion du client A. Donc, les investisseurs doivent collecter et synthétiser les opinions de tous les clients sous forme de texte dans un délai. Pour évaluer le degré de polarisation positive ou négative des parties prenantes sur la qualité des produits, l'investisseur doit appliquer la méthode d'analyse de la polarité proposée par Boutin (2008). Ce travail leur permet d'évaluer si le biais cognitif sur la qualité de produit ou les bulles spéculatives sont formés dans la communauté de clients. Cette idée s'applique à tous les groupes de parties prenantes de l'entreprise cible (fournisseurs, sociétés civiles, salariés, créanciers, investisseurs).

Aujourd'hui, un groupe de parties prenantes peut mentionner de nombreux thèmes sur l'image/ la réputation de l'entreprise. Par exemple : outre la qualité de produit, le client peut mentionner également le temps de livraison, la qualité des services de l'entreprise. Ces thèmes concernent plusieurs dimensions d'évaluation et niveau d'analyse (analyse macro-économique, celle mésoéconomique et celle micro-économique). En réalité, l'interaction entre ces parties prenantes peut faire apparaître des biais cognitifs ou des bulles spéculatives. Dans ce contexte, les investisseurs nécessitent également une méthode de collection et de synthèse des évaluations, des opinions de chaque groupe de parties prenantes sur tous les thèmes en vue d'une détection précoce des signes de bulles spéculatives au cours de leur processus d'investissement.

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, la proportion prioritaire des investisseurs vis-à-vis des dimensions d'évaluation et des niveaux d'analyse ne change pas dans tous les

environnements, notamment dans l'environnement Extrémistan. Donc, les investisseurs peuvent se baser sur cette proportion prioritaire en vue de collecter des sources d'information et synthétiser les analyses de chaque groupe de parties prenantes sous forme de texte. Pour détecter la formation des bulles spéculatives, ils continuent à utiliser la méthode d'analyse de la polarité proposée par Boutin (2008). Cela les aide à identifier le degré de polarisation positive ou négative pour l'entreprise cible.

Dans le contexte changeant, la synthèse des évaluations de tous les groupes de parties prenantes de l'entreprise cible permet aux investisseurs d'évaluer son image/ sa réputation. Cependant, chaque groupe semble avoir son degré d'impact propre sur l'image/ la réputation de l'entreprise cible. Pour évaluer correctement le changement de l'image/ la réputation de l'entreprise cible, les investisseurs doivent se baser sur la proportion prioritaire prédéfinie dans leur méthode d'évaluation d'investissement de façon rationnelle. Ce travail les aide à sélectionner des groupes des sujets qui affectent fortement l'image/ la réputation de l'entreprise. Autrement dit, les investisseurs peuvent déceler certains risques imprévisibles pouvant laisser des conséquences importantes.

À partir de cela, les investisseurs peuvent avoir un point de vue synthétique de toutes les parties prenantes concernant l'entreprise cible. Cependant, l'évaluation polarisée nécessite une vérification par l'analyse humaine (rationnelle) en vue d'assurer l'exactitude. Cela conduit les investisseurs à avoir un point de vue positif ou négatif vis-à-vis de la réputation de l'entreprise cible. La synthèse de ces points de vue aide les investisseurs à renforcer la prise de décision d'investissement issue de la méthode de l'évaluation d'investissement de façon rationnelle. Par conséquent, les investisseurs peuvent prendre des bonnes décisions d'investissement.

Les contraintes de la méthode de gestion de risques imprévisibles et la loi de la statistique zipfienne :

Cette méthode se base sur la théorie de distribution prioritaire. Selon cette logique, l'investisseur peut détecter quelques incertitudes issues des impacts d'un petit groupe sur la réputation de l'entreprise cible. Donc, cette méthode est réservée à la résolution de quelques phénomènes fractaux de Cygne Noir ou Cygne Gris proposés par Mandelbrot : le phénomène de Cygne Noir provient de l'ignorance d'informations importantes. Selon Taleb, cette méthode persiste à ignorer d'autres phénomènes de Cygne Noir.

Dans ce contexte, Taleb montre que les investisseurs doivent identifier l'origine du Cygne Noir. De plus, on doit évaluer également la conséquence des risques possibles au lieu d'évaluer leur probabilité. Autrement dit, les investisseurs ne doivent pas s'intéresser à l'évaluation de la probabilité des risques mais se concentrer sur leurs conséquences. En outre, les investisseurs doivent faire face à plusieurs incertitudes qu'ils ne peuvent pas prévoir. Selon Taleb, ces incertitudes sont totalement aléatoires et n'apparaissent jamais dans le passé. Dès lors, les investisseurs ne peuvent pas prévoir le moment où ces risques provoquent des

conséquences. Cependant, ce point de vue semble ne pas fournir une méthode complète pour évaluer des risques et prendre la décision dans le contexte changeant.

Dans ce cas, l'investisseur peut s'inspirer de la méthode de force de situation pour concevoir la méthode de gestion des risques imprévisibles. Nous allons approcher cette méthode dans la partie suivante.

3 La force de situation

L'approche de la force de situation provient de l'idée que les investisseurs investissent seulement dans les entreprises capables de supporter des chocs, des incertitudes imprévisibles. En réalité, les incertitudes comprennent des risques ainsi que des opportunités. Dans le contexte actuel, les entreprises doivent faire face à de plus en plus d'incertitudes. Ces dernières peuvent provoquer des traumatismes à l'entreprise cible. Si cette entreprise a une bonne réputation et si elle est soutenue en situation de difficulté, elle pourra récupérer après ces traumatismes. A travers la logique issue de la théorie de résilience, les investisseurs peuvent trouver des informations relatives à la capacité de résilience de l'entreprise pour évaluer la capacité de résilience de l'entreprise ou sa robustesse. Cela constitue un élément important affectant la prise des décisions d'investir sur l'entreprise cible.

Selon la méthode « L'art de la guerre - Sun Tzu », les investisseurs considèrent l'incertitude comme un processus de transformation. Ici, le processus est développé suivant la logique « les conditions – conséquences ». En fait, l'incertitude est définie comme un processus où les informations sont traitées de manière inexacte. Cela entraîne les investisseurs ainsi que les parties prenantes à commettre des erreurs d'évaluation et à formuler des informations manipulées sur l'entreprise cible. Lors de la collecte des informations, les investisseurs rencontrent beaucoup d'informations manipulées. S'ils ne disposent pas d'une capacité de qualifier ces informations, ils risquent de commettre une erreur d'évaluation sur l'entreprise cible. Une question se pose "comment les investisseurs peuvent-ils détecter les manipulations des informations lors de leur processus d'investissement ?"

Selon l'art de la guerre, les asiatiques cherchent à accéder à autant d'informations que possible. En outre, ils acceptent même les informations manipulées comme données. Donc, cette logique permet aux investisseurs d'avoir accès à toutes les informations concernant l'entreprise cible diffusées par les parties prenantes. En fait, les stratèges orientaux n'agissent pas directement à partir des données acquises. Selon la logique de l'art de la guerre, François Julien montre que s'ils agissent à partir des informations collectées, ils seront faciles à manipuler. Cela les oblige à faire face aux incertitudes lors de la prise des décisions. Dans le contexte actuel, cette logique semble correspondre à la réalité lorsqu'elle est mise en œuvre dans leur processus d'investissement et la gestion des risques imprévisibles. Par conséquent, ils ont intérêt à recueillir des opinions des parties prenantes concernant l'entreprise cible sans agir à partir des données acquises initiales.

En fait, ne pas agir à partir des informations initiales collectées aide aussi les investisseurs à ne pas dépenser des ressources humaines au service du traitement d'information (en filtrant de l'information traitée à l'information secondaire, de l'information secondaire à l'information primaire). En évitant de causer encore plus de confusions, cette méthode les aide à former les hypothèses pour la prochaine tendance en combinant les informations reçues. Ils ne recueillent qu'un peu plus d'informations dans le temps et l'espace afin de formuler des scénarios potentiels auxquels les investisseurs peuvent faire face. Ces scénarios potentiels ou ces tendances peuvent souvent refléter exactement ou faussement par rapport aux scénarios auxquels les investisseurs devront faire face car les scénarios potentiels sont formés sur la base de la qualité des informations collectées. Selon l'art de la guerre de Sun Tzu, les stratèges de l'Asie démarrent seulement la guerre quand ils ont remporté la victoire. Plus concrètement, les stratèges recommandent aux investisseurs d'attendre patiemment pour recueillir des informations plus utiles. Ces informations les aideront à réagir aux circonstances. Notons que dans le raisonnement Asiatique, le temps n'est ni pressé, ni douloureux. Cela est contraire à l'approche du temps des occidentaux. Ici, les informations collectées dans les étapes suivantes les aideront à formuler les estimations exactes pour les scénarios potentiels au moment opportun.

En réalité, les scénarios potentiels peuvent contenir des phénomènes extrêmes dans le processus d'investissement car les informations sont traitées ou manipulées. Les phénomènes extrêmes peuvent conduire le dirigeant à prendre des décisions erronées face aux risques imprévus. Dans ce contexte, les investisseurs ont besoin d'identifier les écarts ou les excès des informations collectées. Selon la méthode de l'art de la guerre de Sun Tzu et les pensées des Grecs, les stratèges essaient toujours de chercher les excès et les tendances prochaines à travers les informations collectées.

Selon François Julien, les excès rendent l'efficacité des choses, des faits excédant un seuil réel. Cet excédent arrive à détruire leur efficacité. Par conséquent, il peut affaiblir des choses ou des faits même à l'intérieur et n'est pas adapté à l'extérieur. François Julien considère cet excédent comme l'effet. L'effet porte souvent la nature incertaine, car il s'attache aux points forts des choses, des faits à la résistance du matériau avec le facteur de force. En fait, ces facteurs peuvent conduire à des évaluations exactes ou non sur les choses. Selon l'opinion de Sun Tzu, quand l'effet se produit, ce phénomène cherche souvent à s'adapter aux facteurs concernant l'humain, particulièrement la psychologie humaine. Comme mentionné dans la première partie de la thèse, l'impact de ce facteur conduit l'humain à prendre souvent des décisions irrationnelles et à écouter les informations concernant l'évaluation des choses diffusées par les puissances. Par conséquent, cet effet pourrait se transmettre rapidement dans la communauté qui s'intéresse à évaluer les choses. Cela conduit les décideurs à sentir l'incertitude dans leur processus de prise de décisions.

Dans le contexte changeant d'aujourd'hui, ce raisonnement semble bien correspondre à l'évaluation de la réputation de l'entreprise cible aux yeux des investisseurs. En fait, les bulles spéculatives peuvent être considérées comme l'un des effets issu des excès ou des évaluations erronées de certaines parties prenantes, notamment celles ayant de grands impacts sur la

réputation de l'entreprise cible. En fait, il manque également aux autres parties prenantes des informations concernant l'entreprise cible. Dans ce contexte, elles sont susceptibles d'écouter les évaluations erronées des acteurs ayant de grands impacts sur l'entreprise cible. Cela conduit d'autres parties prenantes à parfois prendre des décisions irrationnelles lors de l'évaluation de l'entreprise cible à un moment donné. Les prises de décisions s'appuient sur l'imitation des décisions des parties prenantes ayant des grands impacts sur l'image et la réputation de l'entreprise cible. Avec le développement rapide de nouvelles technologies de l'information et de la communication, cette imitation se développe rapidement dans la communauté des parties prenantes, notamment les investisseurs. Donc, les phénomènes extrêmes se répandent rapidement aussi dans la communauté des parties prenantes. Cet effet conduit les investisseurs à se confronter aux incertitudes dans leur processus d'investissement.

En général, l'évaluation de ces acteurs sur la réputation de l'entreprise cible peut faire apparaître deux grandes tendances: positive ou négative. Dans le contexte changeant, les investisseurs ont besoin de déceler la tendance d'évaluation de toutes les parties prenantes relative à la réputation de l'entreprise, notamment celle des parties prenantes ayant des grands impacts sur la réputation de l'entreprise. Il faut noter que ces derniers exercent directement des impacts sur la décision de nombreuses parties prenantes. Grâce à cette démarche, les investisseurs peuvent découvrir la capacité à former des phénomènes extrêmes ou des bulles spéculatives au sein de la communauté des investisseurs pour l'entreprise cible. Ainsi, les investisseurs ont besoin d'avoir une méthode pour identifier la tendance extrême à partir de l'évaluation des parties prenantes.

Pour ce faire, les investisseurs peuvent utiliser le concept de polarité mentionné dans la science de l'information et de la communication. Ce travail aide les investisseurs à chercher les tendances d'évaluation initiales des parties prenantes.

Toutefois, l'évaluation de cette polarité à un moment ne peut pas confirmer les excès qui ont eu lieu ou non, pour la réputation de l'entreprise cible. Autrement dit, les investisseurs ne peuvent pas se reposer sur la détermination de la polarité pour la réputation de l'entreprise cible dans un moment visant à prendre des décisions d'investissement. En outre, ils doivent déterminer aussi si un excès se produit qui peut ou non laisser des conséquences à long terme.

En réalité, les investisseurs ont besoin de déterminer l'effet avant même qu'il se produise pour éviter les risques ou saisir des opportunités lors de leur processus d'investissement.

À partir ces observations ci - dessus, les investisseurs peuvent consulter l'idée de Sun Tzu pour évaluer l'incertitude provenant des excès, en particulier la bulle spéculative dans leur processus d'investissement.

Pour ce faire, les investisseurs ne cherchent pas ce phénomène et ne l'imposent pas. Par contre, ils ont besoin de collecter plus d'informations des parties prenantes concernant l'entreprise cible pour que les excès ou les phénomènes de bulle spéculative se produisent.

Dans ce contexte, ils devraient évaluer les informations absentes pour générer des effets de compensation.

En réalité, les investisseurs ont besoin de prendre connaissance de la réalité sur comment l'effet se produit. Dans la pensée des Asiatiques, l'effet se produit toujours par un processus de transition de situation "Conditionnements - Conséquences". Les investisseurs devraient étalonner de nouveau ce processus. Dans ce contexte, ils peuvent appliquer la stratégie de compte à rebours vers le bas pour déterminer quelle information conduit à l'excès ou non. Pour appliquer cette stratégie, les investisseurs devraient fixer les phénomènes dans le scénario potentiel. Autrement dit, ils devraient supposer que la tendance de scénario potentiel se passe réellement au moment de l'évaluation. A partir de cela, ils peuvent déterminer quelle lacune d'information provoque l'effet. Grâce à l'examen de compte à rebours des informations absentes, les investisseurs vont évaluer si l'effet aura lieu ou non. Cela leur permet d'avoir une évaluation exacte de la capacité de l'explosion de l'effet.

Après avoir déterminé si l'effet peut se produire ou non, les investisseurs s'intéressent à une autre question « Si l'effet se produit, aura t-il des impacts à long terme sur l'image de l'entreprise cible? » La réponse est très importante car elle implique directement l'évaluation de la robustesse de l'entreprise à long terme ainsi que la capacité à résister aux chocs dans l'avenir.

En fait, l'agir ajusté ne produit pas des impacts forts et durables sur la réputation / l'image de l'entreprise. Au contraire, l'agir sans agir laisse souvent des impacts forts et durables sur l'image / la réputation de l'entreprise. Dans ce contexte, les investisseurs devraient se reposer sur les informations afin d'évaluer quel impact peut l'affecter à long terme ou non. Autrement dit, ils devraient développer une méthode qui leur permette de déterminer la réputation de l'entreprise affectée par l'agir ajusté ou l'agir sans agir.

Comme nous avons mentionné ci-dessus, selon la pensée des Asiatiques, les investisseurs acceptent les erreurs des données collectées. En fait, certaines parties prenantes concernant l'entreprise cible, peuvent manipuler les informations sur cette entreprise afin d'assurer leur profit personnel ou collectif. Pour parvenir à leur objectif, ils peuvent diffuser des informations manipulées pour que les autres parties prenantes commettent des erreurs d'évaluation sur l'entreprise cible. Ces informations peuvent être divisées en une configuration par défaut et publiées selon les objectifs des parties prenantes ci-dessus. Ces derniers peuvent utiliser les acteurs ayant une relation proche afin de publier progressivement ces informations sur les marchés financiers ou les marchés de biens et de services. Cette manipulation d'information affectera directement l'attitude des autres parties prenantes de l'entreprise en amont ou au niveau de perception.

Sous cet effet, ces acteurs peuvent donner des commentaires sur la réputation de l'entreprise cible en se basant sur les objectifs des parties prenantes ci-dessus. Cela touche directement l'image / la réputation de l'entreprise cible. A partir de cela, ces parties prenantes peuvent avoir l'opportunité de gagner les profits pour eux-mêmes ou leurs organisations.

Dans la manipulation de l'information des informations concernant des sujets absurdes relatifs à l'entreprise cible sont souvent diffusées avec rémunération de ceux qui les propagent. La manipulation de ces informations est toujours associée à d'autres sujets qui apparaissent sous forme d'un effet immatériel et ont l'impact d'une loi naturelle. En conséquence, les parties prenantes de l'entreprise cible ne sentent pas cet écart, malgré leur existence. La manipulation de cette information apparaît comme un phénomène normal pour la réputation / l'image de l'entreprise.

Ces informations manipulées sont difficiles à détecter et ont des impacts forts sur la réputation et la valeur de l'entreprise dans un temps. Dans ce contexte, les investisseurs rencontrent de nombreuses difficultés dans la détection de manipulation de ces informations lors de leur processus d'investissement. En effet, ces informations peuvent affecter directement la psychologie de ceux qui ont de grands impacts sur l'entreprise cible. Ces personnes perdent progressivement la confiance dans l'entreprise cible. Dans certains cas, ces informations sont disposées et diffusées à un moment approprié aux circonstances de l'entreprise cible. Les parties prenantes sont alors susceptibles de croire ces informations. Dès lors, ils suivent la tendance prévue par les parties prenantes qui manipulent l'information. De plus, les investisseurs ignorent les autres tendances d'évaluation liées à l'entreprise cible. Cela affecte la réputation de l'entreprise selon les objectifs de parties prenantes.

Ces dernières ont passé de l'étape de la manipulation à celle de la persuasion des parties prenantes. Les acteurs peuvent rendre publiques des informations à propos de l'évaluation de l'entreprise cible. Dans ce contexte, les investisseurs ne reçoivent que les évaluations, les avis manipulés par des parties prenantes ayant des impacts forts sur l'entreprise cible. Cet effet sera largement transmis parmi les parties prenantes relatives à l'entreprise cible. Aussi, les investisseurs imaginent simplement le scénario le plus vraisemblablement correspondant aux objectifs des parties prenantes qui manipulent les informations. Dans ce cas, ils sont facilement affectés par ces informations erronées lors de l'évaluation de la réputation / l'image de l'entreprise et la prise de décision d'investissement.

En réalité, les parties prenantes ayant des grands impacts sur l'entreprise cible peuvent d'une part, détecter ces écarts, d'autre part, avoir la confiance de l'entreprise. Ils n'écourent pas ces informations erronées et diffusent des informations exactes sur l'entreprise cible. Pendant ce temps, un certain nombre d'autres parties prenantes est affecté par des informations erronées. Sous cet effet, la réputation / l'image de l'entreprise peut être affectée dans une courte période. Les investisseurs consultent les avis ou les évaluations des parties prenantes ayant des grands impacts sur la réputation de l'entreprise. Avec l'évaluation de la robustesse intrinsèque de l'entreprise cible, ils peuvent prendre leurs propres décisions d'investissement.

À partir des observations ci – dessus, les investisseurs devraient identifier les parties prenantes ayant des grands impacts sur la réputation/ l'image de l'entreprise dans leur processus d'investissement. A partir de cela, ils peuvent consulter les évaluations de ces dernières pour prendre des décisions d'investissement. Ce travail peut être développé sur la

base de l'analyse du sentiment ou analyse de la polarité que nous avons mentionnée ci-dessus.

Selon le concept des Asiatiques, l'impact de la distorsion pour la réputation de cette entreprise n'est valable que pour une période et affecte au niveau de la surface. Dès lors, la réputation de l'entreprise sera facile à réparer après un certains temps. Cette idée semble bien s'adapter à la théorie de la résilience (Serge Tisseron) et à la réalité d'aujourd'hui. Ainsi, la résilience rapide de l'entreprise dépend directement tant de sa force que de l'impact des évaluations des parties prenantes ayant des grands impacts sur l'entreprise cible. En fait, cet impact est considéré comme la force de situation de l'entreprise. Il affecte fortement les décisions des investisseurs. Toutefois, les évaluations de ces parties prenantes peuvent être erronées à cause de l'incertitude de l'environnement de l'entreprise cible.

En effet, l'environnement d'aujourd'hui contient beaucoup d'informations relatives à l'entreprise cible émises sans arrêt par de nombreux parties prenantes différentes. En fait, ces informations peuvent être organisées sous forme de flux d'informations. Ces flux peuvent contenir, à la fois, des informations erronées, des informations exactes ainsi que des signaux faibles sur l'entreprise cible. Ils aident les parties prenantes à former des scénarios hypothétiques. Les informations mises à jour leur permettent de renforcer ou de refuser certains scénarios hypothétiques. En fait, les informations manipulées conduisent les parties prenantes, en particulier, celles ayant des grands impacts sur l'entreprise cible, à établir de fausses hypothèses concernant la tendance de l'entreprise cible, ainsi qu'à commettre des erreurs sur les évaluations de sentiment de l'entreprise cible. Cela a également des impacts directs sur la réputation de l'entreprise. A travers ce flux d'information, les investisseurs peuvent identifier les avis, les sentiments des parties prenantes relatifs à la réputation de l'entreprise cible et la force de situation de l'entreprise. Cependant, ces évaluations peuvent être erronées en se basant sur des informations manipulées initiales qui les conduit à se confronter aux incertitudes imprévisibles dans leur processus d'investissement.

Dans ce contexte, les investisseurs devraient évaluer exactement la résilience de la réputation de l'entreprise ou la stabilité de la force de situation de la firme pour prendre des bonnes décisions. Pour ce faire, ils devraient évaluer la réputation de l'entreprise dans un délai sous l'impact des informations manipulées. Pendant cette période, ils vont examiner, si les parties prenantes, notamment celles ayant des grands impacts sur la réputation de l'entreprise cible, changent leur avis pour l'entreprise ou non dans l'environnement de mutation. Ce changement peut passer d'une direction positive à une négative.

Ce travail aide les investisseurs à avoir une évaluation précise sur la réputation de l'entreprise dans le monde turbulent. Dans certains cas, l'évaluation de parties prenantes ayant des grands impacts sur la réputation de l'entreprise cible est constante. Selon cette évaluation et les évaluations de la force intrinsèque de l'entreprise, les investisseurs vont prendre leurs décisions d'investissement.

Section IV: Conclusion

Ce chapitre propose une nouvelle approche de choix d'investissement en se basant sur le concept d'image/de réputation d'une entreprise cible, la démarche du cycle de renseignement issue de l'approche de l'intelligence économique, la logique de gestion d'imprévisible issue des travaux de Nassim Nicolas Taleb et le concept de force de situation proposé par François Julien. Pour ce faire, les investisseurs institutionnels ont intérêt à se référer d'abord aux modèles antérieurs lors de leur processus d'investissement. Il s'agit des modèles de l'analyse financière conventionnelle, du modèle de Simon et du cycle de renseignement. Dans ces modèles, certains concepts clés sont retenus pour être réutilisés plus loin. Par exemple : les conflits d'intérêts entre les parties prenantes, l'asymétrie d'information, la valeur de l'entreprise, la rationalité limitée, l'approche heuristique dans le processus de décision des investisseurs institutionnels telle que la méthode de Puzzle et le modèle de IMC (Investigation – Modélisation – Choix), le modèle d'exploitation d'information. En parallèle, nous avons montré certaines contraintes des modèles antérieurs auxquelles les investisseurs se confrontent dans le contexte changeant. Il s'agit de la dimension dynamique et des risques de désinformations (la surcharge d'informations, la vérification d'informations) dans l'évaluation de la valeur d'entreprise dans une optique prédictive lorsque les investisseurs utilisent les modèles de l'analyse financière conventionnelle. Le modèle de Simon permet aux investisseurs de résoudre le problème concernant la surcharge d'informations sans prendre en compte les risques concernant la vérification de la qualité d'information. Dans ce contexte, le cycle de renseignement est présenté comme un modèle d'exploitation d'informations pour les investisseurs. Néanmoins, certaines contraintes de ce modèle ont été montrées en termes méthodologique (biais cognitif) et théorique (les phénomènes externes ayant grand impact sur la valeur de l'entreprise cible, le problème de la qualité des informations collectées et l'absence des informations utiles).

Changement paradigmatique :

A travers ces contraintes mentionnées ci-dessus, la prise en compte des éléments extra-financiers a été mise en évidence dans la mesure de la performance de l'entreprise cible aux yeux des investisseurs institutionnels. Cela les oblige à envisager le lien entre le concept de la valeur de l'entreprise et la performance globale avec l'apparition de nouvelles parties prenantes. En outre, les interactions entre ces dernières conduisent les investisseurs à se confronter à un contexte changeant au fil du temps dans lequel ils doivent renouveler la méthode de la mesure de la performance globale de la firme. Pour ce faire, certaines méthodes de la mesure de performance globale ont été rappelées (le Balanced scorecard, la Triple Bottom Line reporting, la reporting global). Cependant, ces méthodes existantes ne peuvent pas constituer les outils pertinents pour évaluer la performance globale de la firme dans le contexte actuel car elles se concentrent principalement sur l'évaluation des aspects financiers sans tenir compte des aspects extra-financiers, notamment les relations entre les parties prenantes (salariés, fournisseurs, sociétés civiles) et l'entreprise cible. Pour remédier à ce problème, l'approche de convention est une méthode adéquate permettant d'évaluer la performance globale de l'entreprise cible de façon efficace. Il faut noter que la valeur de l'entreprise se compose de deux types de valeurs (valeur corporelle et valeur incorporelle). Dans la valeur incorporelle, nous avons mis en évidence le grand impact de la valeur de la

réputation sur la valeur de l'entreprise cible. Ainsi, l'évolution de la valeur de la réputation influe également la prise de décision des investisseurs institutionnels. En réalité, la valeur de la réputation est toujours changeante à cause des comportements des parties prenantes. Les investisseurs ne peuvent pas continuer à utiliser les outils de la mesure de la performance financière et les outils mentionnés ci-dessus pour évaluer la robustesse de la firme, y compris la valeur de la réputation ou sa performance globale. Pour résoudre ce problème, nous proposons un concept de l'intelligence financière en se basant sur l'approche de l'intelligence économique et les évaluations de parties prenantes qui relie strictement au concept de la réputation de l'entreprise cible.

Outre la prise en compte des éléments extra-financiers, il faut prendre en compte également les origines des erreurs dans la prévision des risques ainsi que les failles des modèles de gestion de risques pour développer la nouvelle approche de choix d'investissement dans le contexte changeant. Ce travail nous montre que le phénomène psychologique a une relation étroite avec les erreurs dans la collecte d'informations, le traitement et la synthèse dans le processus de décision des investisseurs. En effet, ces derniers persistent à utiliser les théories de la finance enseignées dans les universités pour proposer la possibilité pour certains scénarios en situation d'incertitude. Cependant, ces théories sont développées en se basant sur la loi Gaussienne dans un monde de Médiocristan et elles ne reflètent pas exactement la réalité de l'environnement actuel. Par conséquent, la proposition de cette possibilité peut résulter de l'arrogance intellectuelle dont les investisseurs peuvent conduire à ignorer certains événements anormaux associés à des éléments extérieurs. Cela explique leur inconscience sur leur vision aveuglée sur l'entreprise cible dans le contexte actuel. En outre, les erreurs de la prévision des risques apparaissent lorsque les investisseurs tendent à écouter les anticipations des économistes et des analystes financiers sans prendre en considération la qualité des sources d'informations et celle d'informations collectées. Il faut souligner également l'ensemble des phénomènes comportementaux formant les erreurs de prévisions des investisseurs (biais cognitif) en situation d'incertitude. Il s'agit de la mentalité de « troupeau », de l'autosatisfaction, de l'état psychologique d'ancrage. Ces phénomènes apparaissent non seulement dans les décisions des investisseurs privées mais encore institutionnels. Cela oblige les investisseurs à disposer d'une méthode pour éviter ces phénomènes comportementaux dans leur processus d'investissement. De plus, les investisseurs institutionnels, notamment les gérants de portefeuilles peuvent commettre des erreurs de prévision lorsqu'ils se considèrent eux-mêmes comme des experts financiers dans leur processus d'investissement. Cela explique pourquoi les gérants de portefeuilles peuvent être très arrogants par rapport à leurs compétences de prévision. Il faut noter que le secteur financier est un domaine qui est influencé directement par les informations. Dans ce cas, ils peuvent ignorer certaines informations qu'ils considèrent moins importantes. Cependant, ces informations peuvent constituer un script important concernant l'entreprise cible. Ainsi, leur compétence des prévisions ne sont pas mieux que celle des novices. Néanmoins, ils ne se rendent pas compte de leur méconnaissance. Cela les conduit à ignorer des phénomènes extrêmes qui ne confirment pas leurs scénarios hypothétiques formés dans leur esprit.

Certains auteurs montrent que les investisseurs ne peuvent pas appliquer les méthodes d'anticipation utilisées dans le monde Médiocristan pour le monde Extrémistan. Pour résoudre ce problème, nous pensons que les investisseurs ont besoin de prendre en compte la logique de la gestion de risques imprévisibles proposée par Nassim Nicolas Taleb dans la nouvelle approche de choix d'investissement. De ce fait, nous pensons que les investisseurs doivent d'une part, mettre en œuvre la démarche de diagnostic stratégique au sein de leur processus d'investissement. Cette démarche s'inscrit dans une logique de surveillance continue de l'environnement afin de détecter des signaux faibles constituant des éléments avant-coureurs d'un changement de tendance. D'autre part, les investisseurs doivent prendre en compte les phénomènes comportementaux des parties prenantes de l'entreprise cible dans la nouvelle approche de choix d'investissement. Dans ce contexte, ils ont intérêt à se référer aux propositions de gestion des risques imprévisibles de Taleb pour compléter leur choix d'investissement.

Dans le contexte économique changeant, nous pensons que la réputation de l'entreprise est facilement affectée par les éléments extérieurs contenant les phénomènes rares qui peuvent laisser de graves conséquences. Ainsi, les investisseurs ont intérêt à identifier et à gérer ces éléments extérieurs de façon efficace. Pour ce faire, les investisseurs doivent se baser sur l'idée de la géométrie fractale de Mandelbrot ainsi que la loi Zipfienne pour déterminer les sources des éléments extérieurs et évaluer leurs impacts sur la réputation de l'entreprise. De ce raisonnement, nous pensons que la réputation est l'agrégation des aspects d'évaluation aux yeux des parties prenantes. Ces aspects consistent au degré d'accès d'information (payant ou gratuit), aux typologies d'information (formelle ou informelle), aux domaines d'activité stratégique (DAS), aux niveaux d'évaluation (macroéconomie, méso-économie et microéconomie), aux dimensions d'évaluation (finance, économie, technologie et image/réputation), aux critères d'évaluation et aux indicateurs. Ces aspects correspondent bien à l'ensemble des formes géométriques de Mandelbrot. À partir de cette idée, nous pensons que la hiérarchie des aspects d'évaluation est constante dans toute l'échelle d'évaluation et les contextes d'évaluation (Médiocristan et Extrémistan).

De plus, nous considérons la réputation comme un phénomène social caractérisé par l'échelle. Ainsi, les bulles spéculatives apparaissent non seulement sur les aspects financiers mais aussi sur les aspects sociaux – environnementaux dans lesquels les gens privilégient l'imitation de certaines idées par rapport à d'autres idées sous le développement des NTIC. Dans ce contexte, nous pensons que la réputation obéit bien à la loi Zipfienne (la loi de petit nombre).

En réalité, ces idées imitées contiennent souvent un script sur l'entreprise cible et portent un jugement positif ou négatif. À partir de cela, les impacts des bulles spéculatives sur chaque aspect d'évaluation de la réputation peuvent porter également une tendance positive ou négative. Par conséquent, la tendance des impacts peut affecter les décisions des investisseurs. Dans ce contexte, nous pensons que les investisseurs ont intérêt à identifier cette tendance à travers la méthode de l'analyse de la polarité des textes (ou la méthode de l'analyse de discours). Pour ce faire, nous devons développer un dictionnaire de valence spécialisé en matière de la finance pour mettre en œuvre l'analyse de discours à travers le logiciel de l'analyse textuelle de discours proposé par Boutin (2008).

Intelligence financière :

Après avoir pris en compte tous les concepts clés et les nouvelles approches, nous avons développé l'intelligence financière comme un système de renseignement financier pour les investisseurs institutionnels dans le contexte changeant. Pour ce faire, nous devons d'abord proposer la mise en œuvre des analyses de matrices stratégiques dans le processus d'investissement des investisseurs. Ce travail a pour objectif de présenter l'approche heuristique comme une nouvelle approche de choix d'investissement pour les investisseurs institutionnels. Néanmoins, cette approche éprouve encore certaines limites dans le contexte actuel. Il s'agit de l'absence de la vérification de la qualité d'informations, de l'absence de l'exploitation de toutes les informations disponibles, de l'ignorance de la dynamique de l'environnement et enfin de l'absence d'une méthode de choix d'investissement de façon irrationnelle.

A partir de ces contraintes, nous développons l'intelligence financière comme une méthode systémique intégrant de nombreuses techniques différentes pour que les investisseurs institutionnels, en particulier les sociétés de gestion de fonds puissent collecter les informations relatives à l'entreprise cible et à son environnement, les vérifier, les exploiter, les synthétiser pour prendre des décisions d'investissement.

Cette méthode s'appuie sur deux approches principales : la méthode d'exploitation de l'information en se basant sur le cycle de renseignement proposé par F.Jakobiak et la méthode de prise de décision en s'appuyant sur le modèle de Simon. Ces deux approches sont séparément abordées mais elles ont souvent une relation intime avec l'autre et elles se fondent sur les uns aux autres.

La méthode d'exploitation de l'information

Nous pensons que l'intelligence financière se compose de trois composants qui correspondent à trois étapes différentes de processus d'investissement : investigation, conception et décision. La première étape permet aux sociétés de gestion de fonds de déterminer les questions décisives concernant l'entreprise cible et son environnement à partir des informations disponibles. La deuxième étape a pour but de transformer les informations brutes en celles élaborées et la création du sens de ces informations. La troisième étape permet de synthétiser tous les connaissances générées à partir de la deuxième étape pour prendre la décision d'investissement. En outre, nous appliquons un cycle de renseignement à chacune des étapes pour assurer la qualité d'informations collectées, la dynamique de l'information, la capacité de l'exploitation de toutes les informations disponibles.

Il faut noter que la méthode de l'intelligence financière est mise en œuvre au sein des investisseurs institutionnels avec la participation de nombreux acteurs différents tels que les veilleurs, les analystes, les gérants de portefeuilles, les animateurs. Ces acteurs interviennent dans chaque étape de processus d'investissement des sociétés de gestions de fonds. Dans ce contexte, les décisions de gérants de portefeuilles se basent sur les informations ou les opinions exploitées par ces acteurs. Dès lors, toutes les étapes de cette méthode doit être enchaînées et synchronisées.

Il faut noter que les éléments psychologiques peuvent conduire les acteurs des sociétés de gestion de fonds à se confronter à des incertitudes (biais cognitifs et biais affectifs) lorsqu'ils sont tous seuls dans la collecte d'informations, le traitement et la synthèse. Dans ce cas, H.Lesca montre que l'intelligence collective est une approche permettant de réduire les incertitudes de ces acteurs ou leurs biais cognitifs, leurs biais affectifs. De ce fait, les sociétés de gestion de fonds peuvent identifier et traiter les signaux faibles concernant l'entreprise cible et son environnement dans une logique de surveillance continue pour constituer des éléments avant-coureurs d'un changement de tendance. Ce travail les oblige à appliquer la méthode de Puzzles pour créer le sens collective entre ces signaux faibles ou formuler les scénarios hypothétiques.

La méthode d'aide à la décision de l'intelligence financière (MADIF)

Dans le processus d'investissement, la méthode d'exploitation d'informations permet aux investisseurs institutionnels de résoudre les enjeux informationnels lorsqu'ils évaluent l'évolution de la valeur de l'entreprise cible à travers le modèle d'aide à la décision d'investissement. Dans ce modèle, nous pensons que la méthode d'aide à la décision de l'intelligence financière (MADIF) s'appuie sur un système d'aide à la décision des sociétés de gestion de fonds et le management de connaissance sur les risques d'affaires d'une entreprise cible issu de l'intelligence économique. Cette méthode se base principalement sur le concept d'image/de réputation. En outre, les sociétés de gestion de fonds doivent prendre en compte leurs contraintes, leurs politiques d'investissement pour prendre la décision d'investissement auprès de l'entreprise cible. Dans ce contexte, la MADIF est conçue en fonction d'un processus consistant à trois phases principales à l'ordre suivant: l'évaluation de l'éligibilité de l'appel d'offre d'investissement (l'analyse préliminaire de l'entreprise cible), l'élaboration de la réponse à appel d'offre d'investissement (l'analyse approfondie de l'entreprise cible) et la clôture de la réponse à appel d'offre d'investissement (la décision finale d'investissement). Dans notre thèse, nous nous focalisons sur les deux dernières phases.

Dans la MADIF, nous pensons que les sociétés de gestion de fonds continuent à mettre en œuvre les analyses des matrices stratégiques pour évaluer l'évolution de la valeur de l'entreprise cible dans le contexte changeant. Cela les oblige à procéder à l'évaluation de la compétence de l'entreprise cible et sa capacité de la mobilisation des ressources et à celle de l'évolution de son environnement, notamment les attentes et les contraintes de ses parties prenantes. Sous l'impact de leurs contraintes (de temps, de ressources humaines, d'argent), les sociétés de gestion de fonds doivent mobiliser la méthode de décision d'expert dans leur processus d'investissement. Cette méthode leur permet également de formuler les aspects d'évaluation (les domaines d'activités stratégiques, les niveaux d'évaluation, les critères d'évaluation, les degrés d'accès d'informations et les typologies d'informations) et la hiérarchise de ces derniers pour préparer leurs décisions de façon efficace.

En réalité, nous considérons le cadre des analyses des matrices stratégiques comme le cadre principal d'analyse pour déterminer l'évolution de la valeur corporelle et incorporelle dans le contexte actuel. De ce fait, nous pensons que les sociétés de gestion de fonds peuvent continuer à s'appuyer sur les indicateurs financiers issus de l'analyse financière et de la

prévision financière pour évaluer l'attrait financier de l'entreprise cible à partir des sources d'informations ouvertes.

D'ailleurs, nous pouvons proposer aux investisseurs institutionnels, notamment aux sociétés de gestion de fonds une méthode d'évaluation de la réputation de l'entreprise en se basant sur l'approche de la sagesse de foule (James Surowiecki) ou celle de l'intelligence collective dans le contexte changeant. Cette méthode permet d'évaluer l'attrait de l'image/la réputation de la firme sur chaque aspect d'évaluation, notamment sur chaque domaine d'activité stratégique (DAS). Ensuite, la hiérarchie des aspects d'évaluation aide les sociétés de gestion de fonds à agréger la réputation de l'entreprise sur tous les aspects d'évaluation.

Pour évaluer l'évolution de la valeur de l'entreprise cible sur chaque DAS, nous avons proposé une matrice d'évaluation de risque concernant la valeur de l'entreprise cible dans chaque domaine d'activité en se basant sur l'attrait financier et l'attrait de la réputation. Grâce à la hiérarchie des aspects d'évaluation, cela permet aux investisseurs d'avoir une vision globale sur l'évolution de la valeur d'entreprise cible en agrégeant l'évaluation de la valeur de l'entreprise cible sur l'ensemble des DAS.

Gestion de l'imprévisible

Outre la méthode d'évaluation de façon rationnelle, les sociétés de gestion de fonds doivent mettre en œuvre une méthode de la gestion de l'imprévisible pour compléter le choix d'investissement dans le contexte actuel. Cela les oblige à identifier l'origine des incertitudes (les bulles spéculatives) dans chaque aspect d'évaluation. De plus, les sociétés de gestion de fonds doivent évaluer les degrés d'impact de ces incertitudes ou des risques possibles sur la réputation de l'entreprise. Pour ce faire, elles peuvent appliquer la hiérarchie des aspects d'évaluation qui est constant dans toute l'échelle d'évaluation. En outre, elles doivent apprécier la tendance de ces incertitudes en mettant en œuvre la méthode d'analyse de la polarité sur les textes collectés. A partir de cela, les sociétés de gestion de fonds peuvent avoir une vision claire des risques potentiels dans les DAS, les niveaux d'évaluation (macroéconomie, mésoéconomie et microéconomie), les critères d'évaluation.

A travers cette méthode, les sociétés de gestion de fonds peuvent déterminer certaines parties prenantes qui peuvent avoir de grands impacts sur la réputation de l'entreprise cible. Néanmoins, elles doivent se confronter toujours à des risques imprévisibles dans tous les aspects d'évaluation. Ainsi, cette méthode ne fournit pas une vision globale pour identifier et gérer ces risques imprévisibles dans le contexte changeant.

Force de situation

Pour consolider le choix d'investissement au moment de la prise de décision, les sociétés de gestion de fonds peuvent s'inspirer de la méthode de force de situation (François Julien) afin d'évaluer la capacité de la résistance de la réputation de l'entreprise à des chocs. Dans cette approche, les sociétés de gestion de fonds acceptent l'incertitude comme une donnée d'entrée. Ainsi, ils doivent collecter les informations des multi-sources pour déterminer si l'entreprise

cible bénéficiant du soutien de ses parties prenantes. Si c'est le cas, elle sera facile à surmonter les difficultés qui s'annoncent dans les conditions meilleures.

Pour préparer une bonne prise de décision, les sociétés de gestion de fonds doivent identifier les forces invisibles apportées par les parties prenantes dans une dynamique. Pour ce faire, elles doivent s'appuyer sur l'image/la réputation de l'entreprise cible.

L'idée de cette méthode se base sur l'approche de la force de situation (François Julien) dans laquelle la situation est si bien préparée lorsque la guerre éclate elle est déjà gagnée. Un parallèle peut être pris avec ce qui nous préoccupe.

A travers l'intelligence financière, les scénarios les plus plausibles avec leurs ruptures sont identifiés dans certains aspects d'évaluation de l'entreprise cible. Pour ces scénarios, le changement de la tendance des avis des parties prenantes affecte directement les prises de décision des investisseurs. Dans ce contexte, nous pensons que les sociétés de gestion de fonds ont intérêt à décrypter les jeux des parties prenantes qui interviennent et s'expriment sur l'image/la réputation dans une période. Ce travail les aide à prendre leur décision si la situation de l'entreprise cible lui est favorable.

Après avoir proposé la nouvelle approche de choix d'investissement, nous avons besoin de la valider dans un contexte économique. Pour ce faire, nous avons choisi le Vietnam comme terrain de recherche pour élaborer notre modèle de prise de décision en situation d'incertitude renouvelant l'approche traditionnelle utilisée par les prévisionnistes et analystes financiers. Ce travail sera présenté dans le chapitre 4 de notre thèse.

Chapitre IV: contribution empirique : le cycle de l'intelligence financière

Dans ce chapitre, nous choisissons le contexte économique Vietnamien comme contexte de recherche. Nous présentons et interprétons nos questions de recherche, nos hypothèses de recherche à travers une enquête de terrain auprès de 5 investisseurs institutionnels Vietnamiens. L'objectif est de comprendre la pratique de prise de décision au sein des sociétés de gestion de fonds Vietnamiens dans le contexte actuel. De là, nous développons notre modèle de la prise de décision - le système de renseignement financier- dans le contexte changeant d'aujourd'hui. Pour illustrer l'efficacité de notre modèle, nous appliquons notre démarche dans l'étude de cas sur une entreprise aquacole Vietnamienne. Enfin, nous présentons l'écart de notre méthode et celle des investisseurs institutionnels Vietnamiens pour avoir une vision claire de notre apport ainsi que nos limites dans la prise de décision au sein des investisseurs institutionnels.

Section I: Retour d'expérience sur une enquête conduite auprès d'investisseurs vietnamiens

1 Contexte de recherche

1.1 Le marché financier Vietnamien dans le contexte de la transition

Selon G.F.Moscato(2008), « les marchés financiers représentent un univers incontournable des économies contemporaines. Les besoins en liquidités de certaines nations pour le financement de leurs déficits budgétaires et/ou commerciaux ont encouragé nombre d'entre elles à chercher des solutions de financement de plus en plus internationales. Ce phénomène couplé à la globalisation des échanges commerciaux a amené à une libéralisation et une interdépendance des économies nationales, créant un appétit sans précédent pour les produits financiers".

Dans ce contexte de mondialisation, le gouvernement vietnamien a opté pour une internationalisation croissante du secteur bancaire et financier dans le but notamment de développer le financement à long terme, instrument essentiel d'une croissance économique stable et autoentretenue.

Implanté depuis une quinzaine d'années, après avoir connu une alternance de succès, d'échecs et de difficultés, le marché financier vietnamien demeure une institution relativement récente par rapport aux autres marchés émergents d'Asie. Question essentielle, comment les investisseurs perçoivent-ils ce marché et sur quels arguments acceptent-ils de s'y engager ?

Afin d'y répondre, après une approche synoptique de la croissance de ce marché financier, nous présenterons les principales sources d'information financière disponibles au Vietnam, ce qui nous permettra d'exprimer les questions méthodologiques essentielles à la conduite de notre étude.

1.1-1-L'implantation du marché financier au Vietnam : approche synoptique

Par la mise en œuvre d'une politique d'ouverture, de libéralisation et de rénovation, après vingt années de transition, le Vietnam a évolué d'une économie planifiée vers une économie de marché, tout en conservant officiellement et doctrinalement une orientation socialiste.

Sur le fondement d'une nouvelle régulation, impulsée notamment par les lois de 1997, le secteur financier et monétaire est devenu un protagoniste essentiel de cette transition, caractérisée par une croissance forte et soutenue.

Cette nouvelle régulation a été mise en place notamment par la banque centrale (State Bank of Vietnam) avec l'objectif de créer et de développer un marché monétaire, facteur essentiel du financement bancaire. En outre, la diversification des sources et des mouvements de capitaux a légitimé l'instauration d'un marché boursier rapidement ouvert aux investisseurs étrangers.

Le secteur financier non bancaire, tel que notamment les compagnies d'assurance les organismes de collecte de l'épargne et les sociétés financières, a connu une croissance rapide, créant de nouveaux canaux de mobilisation des capitaux dans une économie en forte croissance.

Au cours des années récentes, de nouvelles mesures de régulation ont conduit à une libéralisation des taux d'intérêt et à un allègement du contrôle des changes. En outre, le renforcement du contrôle prudentiel sur les activités bancaires a imposé des restructurations par des opérations d'apurement des comptes, de recapitalisation et de fusion des établissements.

Néanmoins, malgré des résultats significatifs, l'émergence du marché financier vietnamien demeure lente et progressive, comment en témoignent le caractère élémentaire des transactions, la faible diversification des instruments et aussi des taux d'intérêt qui ne reflètent pas véritablement les tensions entre l'offre et la demande de fonds prêtables. En outre, la solvabilité des opérateurs reste précaire, avec en permanence un faible degré de liquidité.

1.1-1.1- La genèse du marché financier au Vietnam

Le marché financier, entant que concept et institution est défini est souvent défini de différentes manières. Selon G.Depallens (1962) , le marché financier est un marché de capitaux de longue durée centralisant des offres et des demandes de capitaux pour des souscriptions au capital social des entreprises et des placements à long terme. Selon d'autres auteurs, le marché financier intègre prioritairement le marché boursier qui se compose lui-même d'un marché des capitaux à court terme et d'un marché des capitaux à long terme. Dans le cas du Vietnam, ces deux définitions semblent pertinentes.

Au début des années 90, les pouvoirs publics avaient pour objectif d'établir des canaux de mobilisation de l'épargne et des capitaux en faveur de l'investissement, ce qui impliquait la création d'un marché boursier, en conformité avec les recommandations de plusieurs

institutions internationales, comme le Fonds Monétaire International et la Banque des Règlements Internationaux.

La première étape dans le processus de la création d'un marché boursier est intervenue en 1993 avec la mise en place de la Commission de Recherche et de Développement des Marchés Financiers, par une décision du Gouverneur de la Banque d'Etat du Vietnam en date du 6 novembre 1993.

Une Commission des Opérations de Bourse a été créée le 28 novembre 1995. Il s'agit d'un organisme gouvernemental remplissant une fonction d'organisation et de gestion publique des titres admis sur le marché. Cet organisme est investi d'une mission essentielle pour le succès de l'émergence d'un marché crédible et présentant les normes requises de régulation et de sécurité juridique.

Le 11 juillet 1998, le gouvernement vietnamien a promulgué, après des années de préparation et d'attente, le décret n° 48/CP permettant la cotation de valeurs mobilières sur des marchés boursiers. Le même jour, était rendue publique la décision de créer deux marchés distincts de transactions boursières, l'un situé à Ho Chi Minh Ville et l'autre à Hanoi.

Le Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) a été créé par la décision n° 127/1998/QD-TTg du 07/11/1998, avec une ouverture officielle le 08/07/2000. Le Hanoi Stock Exchange (HNX) a été officiellement créé le 03/08/2005.

Sur le marché de Ho Chi Minh Ville, sont introduits, cotés et négociés les titres émis par les grandes entreprises. Le marché de Hanoi est principalement consacré aux petites et moyennes entreprises dont le capital social est compris entre cinq et trente milliards de Vietnam Dongs (soit environ de 235.000 à 1.400.000 dollars).

Sur ces marchés, les performances sont mesurées par le VN-Index. Cet indice exprime le rapport entre la valeur actuelle du marché et la valeur de base du marché à la date du 28 juillet 2000, lorsque le marché boursier est officiellement entré en service.

Précisons le mode de calcul de VN-Index:

$$\text{VN-Index} = \text{Valeur actuelle du marché} / \text{Valeur du marché à la date de création}) \times 100$$

Avec:

P_{it} : Prix actuels sur le marché des actions

i: Nombre d'actions actuellement cotées

P_{i0} : Prix sur le marché des actions i à la date de création du marché.

Q_{i0} : Nombre d'actions i cotées à la date de création du marché.

I.1-1.2-Les fonctions socio-économiques du marché financier dans le contexte de la transition

Le marché financier remplit cinq fonctions économiques essentielles :

- Ouvrir des circuits de financement de l'économie nationale.
- Garantir la liquidité de l'épargne investie à long terme.
- Offrir des instruments de mesure de la valeur des actifs.
- Concourir à la mutation des structures industrielles et commerciales.
- Permettre une gestion et une couverture des risques.

1.1-1.2.1-Le marché boursier et le financement de l'économie nationale

Le marché boursier permet aux entreprises sociétaires de renforcer leurs fonds propres, par des émissions d'actions, et d'obtenir des ressources de long terme, par des émissions d'obligations. En outre, l'Etat parvient à obtenir des moyens de financement en émettant des bonds du Trésor ou des obligations publiques, ce qui permet de limiter le recours à la création monétaire dans le but de couvrir les déficits publics.

1.1-1.2.2- Le marché boursier et la mobilisation de l'épargne

Sur le marché boursier, les investisseurs sont censés pouvoir convertir à tout moment en liquidités leurs titres négociables de propriété, comme les actions, ou de créance, comme les obligations. Le fonctionnement vertueux du marché garantit la liquidité de l'épargne investie à long terme.

1.1-1.2.3-Le marché boursier et l'évaluation des actifs

En affichant à chaque séance de bourse un cours pour une action donnée, le marché financier est un instrument de mesure irremplaçable de la valeur d'une entreprise soumise à cotation.

A cet égard, l'analyse financière élabore des indicateurs significatifs à partir des informations communiquées par le marché boursier. Citons, à cet égard, le Price to earnings ratio (P/E) et le Market to book ratio (M/B).

-Price to earnings ratio (P/E) = Valeur en bourse d'une entreprise/Profits réalisés par l'entreprise

-Market to book ratio (M/B) = Valeur de marché de l'action/Valeur comptable de l'action

L'information donnée aux investisseurs présente de nombreux avantages : elle est régulière, publique et largement diffusée via des médias spécialisés ou non. En revanche, cette information s'inscrit dans un contexte très sensible à l'évolution de l'environnement politique, économique, social et international. La valeur des actifs peut à certain moments pêcher, par défaut ou par excès. En outre, elle est influencée par la cote de popularité ou de méfiance que les professionnels attachent à telle ou telle affaire.

Néanmoins, malgré sa volatilité, la cotation boursière constitue, à côté des autres techniques d'évaluation des entreprises (analyse des bilans, expertises de l'outil de production, du fonds de commerce, des perspectives de la firme sur son marché) une approche largement consacrée par la communauté bancaire, le monde de l'industrie et l'administration fiscale.

Son grand mérite est d'anticiper la valeur à moyen terme des entreprises en formulant des hypothèses sur leur devenir. De plus, le processus d'évaluation est satisfaisant car contradictoire, en ce sens que tous les intervenants ne font pas à un instant donné les mêmes anticipations.

1.1-1.2.4-Le marché financier et la mutation des structures productives

Les émissions d'actions donnent aux sociétés la possibilité d'augmenter leurs fonds propres. En outre, les regroupements et fusions d'entreprises deviennent possibles par des prises de participations directes ou croisées.

La création du marché financier a permis d'efficaces restructurations des entreprises vietnamiennes par des opérations de fusion et d'acquisition. Les entreprises publiques notamment, par des ouvertures aux capitaux privés, ont pu réaliser d'ambitieuses opérations de recapitalisation et de renforcement de leurs fonds propres, dans le cadre d'une politique dite d'equitization. Ces orientations ont été notamment perceptibles au sein du secteur bancaire, soumis à d'intenses restructurations au cours des années récentes.

1.1-1.2.5-Le marché financier et la couverture des risques

Le marché vietnamien n'a été que faiblement affecté par la crise de la période 2007-2010, comme d'ailleurs la plupart des marchés émergents d'Asie.

Néanmoins, certaines turbulences spéculatives, sur le marché primaire comme sur le marché secondaire, ont affecté la confiance des investisseurs nationaux et étrangers. Dans ce contexte incertain, le gouvernement vietnamien a décidé de différer l'introduction de produits dérivés. A cet égard, l'évolution des autres marchés émergents d'Asie s'avèrera décisive dans le proche avenir.

1.1-1.3- Les acteurs économiques et les intervenants sur le marché financier

Sur un marché financier, interviennent de nombreux protagonistes, tandis que les opérations deviennent de plus en plus complexes, ce qui nécessite des mesures de régulation assurées par la Commission des Opérations de Bourse.

1.1-1.3.1- Les principaux intervenants

La clientèle est constituée par les offreurs et les demandeurs de titres.

- Les offreurs de titres ou emprunteurs sont des personnes morales, privées ou publiques, résidentes ou non résidentes, qui souhaitent obtenir des capitaux en émettant des actions ou des obligations. Il s'agit d'entreprises privées ou publiques, nationales ou étrangères, ainsi que du Trésor public, des diverses collectivités publiques et des établissements de crédit.

- Les demandeurs de titres ou les prêteurs procèdent à des achats et à des ventes de titres sur le marché primaire ou marché secondaire. Ce sont des épargnants individuels, des entreprises ou des investisseurs institutionnels.

Les investisseurs institutionnels (investment funds et hedge funds notamment) occupent une place de plus en plus importante sur les marchés financiers et notamment au Vietnam. Il s'agit d'organismes qui détiennent du fait de leur activité une épargne abondante :

- Les compagnies d'assurance, les caisses de retraite et autre organismes de prévoyance qui essaient de rentabiliser leurs ressources par des placements en valeurs mobilières.
- Des établissements publics à caractère non bancaire.
- Les fonds communs de placement en commun.

Ces établissements sont soumis aux contraintes réglementaires et gestionnaires spécifiques.

Aujourd'hui, il existe environ 2.662 investisseurs institutionnels au sein du marché financier vietnamien, ce qui témoigne de la rapide croissance des activités de ce type.

Conséquence d'une rapide internationalisation des activités, il convient d'ajouter les « non-résidents » ou investisseurs étrangers dont la présence est à présent déterminante pour l'évolution du marché financier. En 2014, on recensait plus de 13.000 investisseurs étrangers sur le marché vietnamien.

1.1-1.3.2- Les intermédiaires

L'accès au marché financier n'est pas direct, ce qui s'explique aisément par des raisons techniques et prudentielles.

Jusqu'en 2000, les échanges sur le marché financier vietnamien étaient le monopole des agents de change exclusivement agréés par l'Etat vietnamien, en fait des émanations des banques du secteur public. Au terme d'une réforme intervenue en 2000, il existe maintenant trois catégories d'opérateurs financiers.

- Les établissements de crédit, en l'occurrence les banques commerciales et les banques d'investissement, qui sont les seuls opérateurs à pouvoir intervenir sur le marché primaire et à pouvoir négocier des contrats à termes, des produits optionnels, des fusions et des acquisitions.
- Les sociétés de bourse ou brokerage companies, qui ont succédé aux agents de change et qui détiennent le monopole du courtage sur le marché financier.

- Les sociétés de gestion de portefeuilles ou securities companies ou asset management companies qui ont pour mission de gérer des titres et des actifs boursiers pour le compte de tiers, qu'il s'agisse de nationaux ou d'investisseurs étrangers. Ces sociétés sont souvent des filiales de banques ou de compagnies d'assurance.

Les intermédiaires sont libres d'exercer sur les marchés les activités de leur choix (collecte et transmission des ordres des clients ; prises fermes et placements...), sous réserve de recevoir l'agrément de la Commission des Opérations de Bourse du Vietnam et des ministères concernés.

1.1-1.3.3- Les fonctions régulatrices de la Commission des Opérations de Bourse (COB)

Jusqu'en 2007, les bourses de Ho Chi Minh Ville et de Hanoi ont fonctionné sous la forme de deux centres de transaction directement gérés par la commission des opérations de bourse du Vietnam. En 2007, le gouvernement a décidé de transformer ces deux centres de transactions en sociétés anonymes, assujetties néanmoins à la tutelle de la Commission des Opérations de Bourse.

La Commission des opérations de bourse Vietnamienne a été créée en 1996 sous la forme juridique d'un organisme public. Elle est composée d'un Président et de plusieurs vices de présidents et de onze comités spécialisés. Elle constitue l'autorité administrative placée sous la tutelle du Ministère des Finances et investie de la mission de régulation des activités boursières. Il lui appartient de veiller au bon fonctionnement du marché, à la régularité des transactions et au respect de l'égalité des intervenants en matière d'accès à l'information.

A ce titre, la COB définit les règles du marché soumises à l'approbation de comité de la surveillance du marché financier, prononce l'admission des valeurs à la côte, accepte l'adhésion des membres, gère les systèmes informatiques de cotation et assure la publication des négociations et des cours. En plus, elle enregistre les négociations entre les participants au marché, dans la cadre de la chambre de compensation, et garantit ainsi le paiement des titres vendus et la livraison des titres achetés.

En outre, la Commission des Opérations de Bourse mène des enquêtes et peut sanctionner pécuniairement les personnes qui enfreignent les règles protégeant le marché contre les fausses informations, les manipulations de cours et les délits d'initié. Elle agréé les sociétés de gestion de portefeuilles ainsi que les produits d'épargne et assure le contrôle des opérateurs.

1.1-1.4- La segmentation et les composantes du marché financier

Le marché financier comporte deux premières composantes essentielles : le marché primaire et le marché secondaire.

- Sur le marché primaire s'effectuent les achats et les ventes de titres nouvellement émis, ce qui permet d'effectuer des transferts de capitaux au profit des émetteurs par les souscriptions des titres au moment de leur émission.

- Le marché secondaire assure la liquidité des titres préalablement émis, par une négociation ou achats de ces titres par de nouveaux souscripteurs suivant des cours aléatoires.

Par ailleurs, il convient de distinguer le marché centralisé (officiel), et le marché décentralisé (gré à gré), ce dernier étant relativement actif au Vietnam.

Enfin, un marché des produits dérivés est progressivement mis en place au Vietnam, celui sur lequel se négocieront notamment des « futures » contrats à terme ou des contrats options. Mentionnons que les difficultés des années 2008-2010 ont amené les pouvoirs à différer l'implantation de ce marché.

1.1-1.5- Le processus de croissance et l'essor du marché financier au Vietnam

En juillet 2014, la capitalisation boursière au Vietnam atteignait 52 milliards de dollars, soit 32 % du PIB, avec 722 sociétés cotées et la présence de 147 sociétés non cotées, après quatorze années d'activité.

Néanmoins, les débuts ont été incertains et difficiles, avec une quasi-stagnation de la capitalisation entre 2000 et 2005. Ainsi en 2005, il n'y avait que 32 entreprises cotées sur le marché boursier, avec une capitalisation qui ne dépassait pas 1.21 % du PIB.

A partir de l'année 2006, l'économie vietnamienne s'est engagée dans la voie de transformation structurelle décisive, avec notamment une intégration pleine et entière dans l'Organisation Mondiale du Commerce et une forte intensification des investissements étrangers, qu'il s'agisse des investissements directs ou des investissements de portefeuille.

En 2007, est véritablement intervenu le décollage du marché boursier vietnamien, avec une capitalisation qui a atteint, en fin d'année, 14 milliards de dollars, soit 23% du PIB et un volume total de transaction portant sur 2.3 milliards de titres.

	29/12/2006	28/12/2007	31/12/2008	31/12/2009
L'indice de VN – Index	751,77	927,02	315,62	494,77
Le volume des transactions	5.436	5.632.910	15.718.433	70.456.188
La valeur totale de l'ensemble du marché (milliards VND)	412,620	518,539	406,56	3.014,548

Source : HSX (Ho chi Minh bourse)

Tableau 13 : Évaluation des risques concernant la réputation de l'entreprise

Cependant, cette euphorie du marché a été de courte durée, dans le contexte de la crise mondiale survenue en 2008 et le retour des tensions inflationnistes au sein d'une économie vietnamienne à la croissance rapide mais néanmoins fortement déséquilibrée. La détérioration des grands équilibres macroéconomiques a contraint le gouvernement à imposer de sévères mesures de stabilisation, avec une politique monétaire restrictive qui a entraîné une hausse marquée des taux d'intérêt. La capitalisation s'est effondrée et une première reprise n'est apparue qu'au printemps 2010.

Cette évolution erratique témoigne des faiblesses structurelles de ce marché émergent, notamment par rapport aux autres marchés asiatiques qui ont pu surmonter sans grande difficulté la crise de la période 2008-2010.

1.1-1.6 – *L'avenir du marché financier*

Elément essentiel de la politique de transition, l'évolution du marché financier a été marquée par l'augmentation du nombre des entreprises cotées, une croissance rapide de la capitalisation et du montant des transactions, ainsi qu'une pénétration des investisseurs étrangers. Néanmoins, ces acquis demeurent précaires du fait des faiblesses structurelles de l'économie vietnamienne. La persistance des tensions inflationnistes, les turbulences monétaires et les risques de change notamment exercent un effet dépressif permanent sur la confiance des investisseurs

En outre, l'insécurité juridique et législative contribue à entretenir les incertitudes et les asymétries d'information. Autant dire, que les autorités concernées se trouvent confrontées à une ardente obligation de transparence et d'amélioration du mode régulation des circuits monétaires et du marché financier.

Selon Nguyen Thanh Long, Directeur du Département de la Gestion des Fonds à la Commission des Opérations de Bourse, la stratégie de développement du marché financier doit tendre vers les objectifs suivants, afin de renforcer la confiance des investisseurs :

- Améliorer la liquidité du marché.
- Atteindre un objectif de capitalisation représentant de 70 à 100% du Produit intérieur brut, en conformité avec la situation qui prévaut dans la plupart des pays émergents.
- Accroître l'efficacité du marché par d'indispensables réformes de structure.
- Mettre en œuvre une logistique informatique adéquate.
- Instaurer une véritable concurrence entre les intermédiaires et les opérateurs financiers.
- Définir, prévenir et éventuellement réprimer les infractions telles que les abus de confiance, les fraudes à la comptabilité, les comportements excessivement spéculatifs et les délits d'initiés.

Autant dire que le cadre juridique doit être perfectionné par des mesures législatives et réglementaires allant dans le sens d'une amélioration de la transparence et des capacités de gestion. Dans ce but, le gouvernement a promulgué en 2011-2013 une série de textes visant les émissions de valeurs mobilières, prémisses d'une loi-cadre qui devrait devenir effective en 2015.

Les axes suivants semblent devoir inspirer les autorités concernées : diversification de l'offre de produits financiers, amélioration des conditions d'émission, sincérité et meilleure diffusion des informations, respect des normes de gouvernance, protection des investisseurs minoritaires...

Néanmoins, le renforcement des investisseurs institutionnels constitue une nécessité et un indispensable préalable, compte tenu du retard du Vietnam dans ce domaine : fonds d'investissement, caisses de retraite et fonds de pension ; institutions d'assurance ; fonds immobiliers...

D'une manière prioritaire, le marché spécifique des titres de la dette publique doit faire l'objet d'une attention accrue des pouvoirs publics, compte tenu du caractère structurel du déficit budgétaire et des contraintes de financement non inflationniste des dépenses de l'Etat. Mentionnons à cet égard que le déficit budgétaire a évolué, de 2010 à 2015, entre 6 et 7% du PIB et que la dette publique en 2014 se situait à 54 % du même PIB, ce qui a conduit les agences de notation à attribuer au pays un rating de BB- (Fitch et Standard & Poor).

Parallèlement, un engagement accru des investisseurs étrangers semble indispensable afin de garantir la liquidité et la crédibilité institutionnelle du marché vietnamien.

1.2 Les principales sources d'informations financières au Vietnam

Une information sincère et non biaisée constitue un postulat indispensable pour assurer la croissance vertueuse d'un marché financier, postulat qui vaut avec encore plus de pertinence sur les marchés émergents, comme l'a démontré J. Stiglitz (1998). Le marché vietnamien, d'instauration récente, se trouve confronté à cet impératif majeur.

1.2.1 – Les informations légales

Le cadre légal de la diffusion des informations est une matière évolutive au Vietnam, avec la promulgation de nombreux textes dont la finalité est d'orienter les activités vers une économie compétitive et ouverte sur l'international. Cela contraint les investisseurs à de constantes remises à jour.

1.2.1.1- Le cadre légal de la diffusion d'informations

Le cadre juridique régissant le marché financier vietnamien a été mis en œuvre par le règlement N° 09/2007/TT-BTC, édicté par la Commission des opérations de bourse en 2007, à l'intention de l'ensemble des intervenants. Les principales dispositions sont les suivantes :

-Les informations doivent être rendues publiques par les entreprises émettrices de titres en conformité avec les dispositions légales.

- La COB doit être associée à la communication des informations et exercer un pouvoir de vérification et éventuellement de rectification de ces informations.

-Les sociétés d'investissement des titres de la dette publique, les sociétés de gestion de fonds et les sociétés de valeurs mobilières sont étroitement soumises à la tutelle de la COB pour l'ensemble de leurs activités.

-Les entreprises admises à la cotation sont tenues de rendre publiques l'ensemble de leurs documents comptables certifiés par tous les moyens de diffusion disponibles (médias et journaux officiels).

-Par ailleurs, doivent être divulguées toutes les informations afférentes aux transactions boursières effectuées par les principaux actionnaires, aux transactions en matière de certificats d'investissement, à l'évolution des stocks commercialisables et des flux de trésorerie.

-Enfin, des variations importantes des profits de plus ou moins 10 % d'un exercice sur l'autre doivent être expliquées, comme d'ailleurs les variations significatives des cours des actions (hausses des cours durant dix séances consécutives ou baisse des cours durant cinq séances consécutives).

- Les entreprises publiques sont assujetties à des contraintes particulières et tenues de diffuser les informations relatives à des événements exceptionnels dans un délai de 24 heures.

Ces obligations ont pour objet de limiter les risques d'informations biaisées et asymétriques, dont les effets perturbent souvent les marchés émergents, notamment en Asie (Qiao Liu, Lejot et Arner – 2013). Néanmoins, certains investisseurs considèrent que ces dispositions, bien qu'allant dans le bon sens, demeurent insuffisantes puisqu'elles ne concernent que des informations a posteriori. Une amélioration de l'information disponible requiert en effet l'établissement d'informations prévisionnelles concernant l'évolution de l'ensemble des comptes et notamment des résultats nets, comme cela est le cas par exemple en Europe et sur de nombreux marchés émergents en Asie (Singapour, Kuala Lumpur, Bangkok, Hong Kong, Shanghai...).

1.2.1.2 – Les destinataires des informations légales

Les investisseurs potentiels peuvent se référer aux informations diffusées par l'entreprise cible, ainsi qu'à des informations informelles et non contrôlées.

Avec le développement des nouvelles technologies de la communication et sous les effets de la mondialisation, de nombreux acteurs peuvent diffuser des informations plus ou moins autorisées et différemment perçues suivant les époques, la réputation et le goodwill caractérisant l'entreprise cible. Ces informations, en provenance de plusieurs

sources identifiées ou non identifiées, peuvent être inspirées ou contrôlées par l'entreprise concernée. Mais les informations peuvent également échapper à tout contrôle ou revêtir un caractère inamical et ainsi nuire gravement à la réputation de l'entreprise. Il peut alors en résulter des divulgations indésirables susceptibles d'être utilisées par des spéculateurs avides ou des concurrents plus ou moins déloyaux.

Dans le but de limiter ces risques, la législation vietnamienne contraint les entreprises à diffuser en temps réel les informations requises et à les soumettre à une certification par des experts comptables agréés. Cette contrainte est censée permettre aux actionnaires, ainsi qu'aux investisseurs réels et potentiels, de prendre des décisions rationnelles, avec l'assistance éventuelle de prestataires de services informationnels. Les organismes de régulation du marché financier sont également investis de cette mission d'information et de transparence, ainsi que de la répression des délits d'initiés, une pratique fréquemment observée durant les processus d'équitization des entreprises publiques.

L'accès à une information objective et non biaisée est une nécessité cruciale sur tous les marchés financiers. De ce fait, des courtiers spécialisés permettent aux investisseurs réels ou potentiels d'accéder aux informations et de les interpréter d'une manière indépendante. Sont aussi concernés par l'organisation des circuits d'information les organismes de régulation des marchés de capitaux.

Il convient surtout d'ajouter l'administration fiscale qui doit évidemment pouvoir accéder à une information comptable sincère et honnête, ce qui peut s'avérer très ardu dans un pays comme le Vietnam où l'économie fonctionne encore en grande partie d'une manière informelle. La diffusion de l'information comptable et financière a certes réalisé des progrès significatifs au Vietnam, conséquence des progrès du marché boursier et de l'ouverture aux capitaux étrangers, mais l'évasion et la fraude fiscales demeurent néanmoins chroniques.

Outre les investisseurs et les autorités fiscales, il faut ajouter d'autres protagonistes destinataires de l'information émise par cette entreprise. Il s'agit des banquiers, des fournisseurs et autres créanciers, des salariés et de leurs représentants, et, dans certains cas, des clients et des collectivités publiques concernées par l'activité de l'entreprise.

Enfin, il faut considérer la gouvernance d'entreprise non seulement comme un émetteur d'informations mais aussi comme un destinataire. La gouvernance de l'entreprise doit en effet percevoir les attentes des actionnaires et des différents partenaires afin de répondre à leurs attentes et d'alléger leurs contraintes. Surtout, l'instance dirigeante doit se fonder sur la perception et l'opinion des actionnaires qui peuvent, sur un marché liquide, acquérir ou céder les titres émis à tout moment et sans le moindre préavis.

En synthèse, la figure ci-après recense les différents flux d'information auxquels se trouvent confrontés les principaux protagonistes au sein ou en rapport avec une entreprise sociétaire.

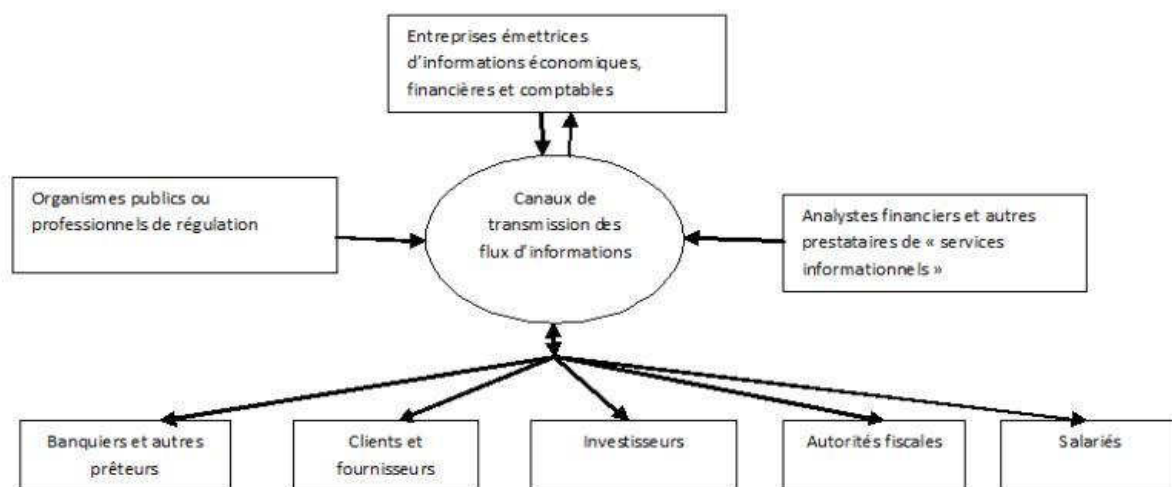


Figure 39 : Flux d'information et contrôle d'entreprise : la diversité des demandeurs d'informations (d'après Elie Cohen)

1.2.2- Les informations médiatiques

Afin d'évaluer une entreprise cible, comme sur tous les marchés, les investisseurs vietnamiens se trouvent confrontés à plusieurs types d'informations disponibles, formelles ou informelles, macroéconomiques ou microéconomiques, techniques ou financières, sources d'information qui leur permettent d'envisager des prises de décision guidées par la rationalité

1.2.2.1- Les informations diffusées sur Internet

Comme sur l'ensemble des marchés émergents, l'Internet est devenu un moyen permettant d'accéder à de multiples sources d'information aisément accessibles et régulièrement actualisées, comme me montre le tableau suivant.

Sources d'informations	Informations disponibles	Coût d'accès	Par exemple
Annuaire	<p>Recensement d'informations légales</p> <ul style="list-style-type: none"> - Fiches d'identité de l'entreprise - Dates et contenus des modifications statutaires et des assemblées générales ; - Liste des administrateurs des sociétés anonymes ; - Procédures judiciaires ; - Eléments financiers : actifs et passifs simplifiés, soldes intermédiaires de gestion 	Gratuit	<p>Pages jaunes :</p> <p>www.yip.vn</p> <ul style="list-style-type: none"> - Vaste site (Page rank = 6 & 808.000 liens vers les pages d'accueil) - Obtenir les coordonnées d'une entreprise ou des organismes vietnamiens de régulation (info de plus de 10.000 sites web) - Chercher par secteur d'activité, nom de l'entreprise, produit ou téléphone fixe dans chaque province ou chercher en se basant sur la liste des secteurs d'activité
General Business Internet Ressources – Bourse - Finance	<p>Informations à la disposition des investisseurs:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Rapports annuels sur les entreprises cotées en bourse. - Etudes prospectives des entreprises. - Documents publics: procès verbaux des assemblées générales; rapports des commissaires aux comptes ; décisions d'émission et transactions de titres sur les marchés financiers, 	Gratuit	<ol style="list-style-type: none"> 1. Comité de bourse vietnamien : www.ssc.gov.vn 2. Bourse de Hanoi : www.hnx.vn 3. Bourse de Ho Chi Minh Ville : www.hsx.vn <p>Mise à disposition des rapports annuels et des publications concernant les opérations des entreprises cotées classées en fonction de leurs domaines d'activité.</p>
Coutiers en information	<p>Les investisseurs peuvent trouver des informations financières, économiques, technologiques sociales et environnementales concernant les entreprises cotées en bourse :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Documents comptables <p>Actualités</p>	Gratuit ou payant	<p>Intermédiaires financiers : Banques d'investissement et sociétés de valeurs mobilières :</p> <p>www.sbsc.com.vn</p> <p>www.fpts.com.vn</p> <p>www.stockbiz.vn</p>

Sources d'informations	Informations disponibles	Coût d'accès	Par exemple
	<ul style="list-style-type: none"> Avis et prévisions sur les évolutions tendanciennes des cotations 		-Indices financiers significatifs - Analyses financières et économiques - Actualités financières et économiques. Courtiers en informations financières : (service payant) http://www.creditinfo.org.vn/ - Rapport conjoncturel - Indices financiers significatifs - Analyses financières et stratégiques
Sites des institutions d'Etat	Les investisseurs peuvent trouver des informations concernant les règlements, les lois, les coopérations internationales ainsi que certaines études économiques afférentes aux secteurs d'activité.	Gratuit	1. Gouvernement Vietnamien : http://www.chinhphu.vn/ + Annuaire des Ambassades du Vietnam à l'étranger + Annuaire des entreprises mixtes, des entreprises internationales, des groupes économiques présents au Vietnam 2. Ministère du Plan et de l'Investissement (MPI) http://www.mpi.gov.vn/ + Fournir de l'information et des documents sur les associations professionnelles, les accords commerciaux, les documents juridiques et les expositions professionnelles. 3. Centres, associations et forums pour le développement des entreprises vietnamiennes + Institut de la recherche stratégique et politique industrielle :

Sources d'informations	Informations disponibles	Coût d'accès	Par exemple
			http://www.ipsi.org.vn/ <ul style="list-style-type: none"> • Annuaire des entreprises • Etudes économiques sur quelques domaines d'activité industriels.
Organismes statistiques	Informations statistiques concernant les structures des entreprises et leurs implantations géographiques.	Gratuit et payant	<p>Statistiques générales : Bureau des statistiques générales http://www.gso.gov.vn</p> <p>Organisme public dont la mission est de fournir des données statistiques macroéconomiques et sectorielles (Démographie ; population ; PIB ; pouvoir d'achat...).</p> <p>Statistiques sectorielles : http://www.vinalink.com</p> <p>Organisme privé habilité qui effectue des études sectorielles et des analyses de marché.</p>
Sites d'enquêtes et de sondages par internet	Informations relatives à des activités spécifiques et à certaines branches. <ul style="list-style-type: none"> • Etudes de marché • Enquêtes de consommation. 	Payant	www.khaosatthitruong.vn Site professionnel performant et conforme aux normes internationales.
Forums	Informations multiformes aux niveaux sectoriels, mésoéconomiques et macroéconomiques (données	Gratuit	1. Forum financier Vinase : www.vfpress.vn

Sources d'informations	Informations disponibles	Coût d'accès	Par exemple
	financières, rapports sociaux, environnement, technologie...).		<ul style="list-style-type: none"> - Forums - Discussions - Débats sur les marchés financiers. - Rapports. - Formations aux opérations boursières <p>2. Forums technologiques :</p> <p>http://mayepvienmuncua.com/</p> <ul style="list-style-type: none"> - Discussions - Débats sur les contraintes techniques - Formations aux nouvelles technologies.
Web social : site de recommandation	Les informations collectées concernent les diverses parties impliquées dans les activités d'entreprise (salariés, fournisseurs, clients, créanciers, managers...). Cela permet aux investisseurs potentiels d'avoir des évaluations sur la réputation des entreprises cibles.	Gratuit	<p>Site recommandé : www.websosanh.vn.</p> <p>Site d'implantation récente au Vietnam (2014) visant à conseiller les consommateurs et les investisseurs.</p>
Presse vietnamienne	<p>Les investisseurs peuvent trouver les informations pertinentes et actualisées concernant de multiples domaines.</p> <ul style="list-style-type: none"> + Informations générales + Informations spécialisées : <ul style="list-style-type: none"> • Commerce, économie et finance 	Gratuit/ Payant	<p>Agences de presse</p> <ul style="list-style-type: none"> -Vietnamnews : www.vietnamnews.com -Vnexpress (en langue anglaise) ; www.vnexpress.net(en langue vietnamienne). <p>Agences et presse spécialisées</p>

Sources d'informations	Informations disponibles	Coût d'accès	Par exemple
	<ul style="list-style-type: none"> • Marketing, gestion • Lois • Différents domaines sectoriels. 		<p>Bloomberg : agence internationale souvent consultée par les investisseurs, notamment les investisseurs institutionnels qui propose aux investisseurs des services d'étude et des bases de données professionnelles. Ces services sont payants.</p> <p>www.bloomberg.com</p> <p>-Informations diverses régionales et sectorielles, calendriers économiques...</p> <p>Vneconomy : www.vneconomy.vn</p> <p>Agence de presse influente et réputée au sein des milieux financiers.</p>
Syndicats et associations	<p>Nombreuses informations disponibles à la disposition des investisseurs, telles que :</p> <ul style="list-style-type: none"> -Annuaire des associations Vietnamiennes. - Lois et informations légales. - Informations sur des sujets spécifiques - Etude sur les domaines d'activité stratégiques. 	Gratuit ou payant	<p>Annuaire des associations au Vietnam :</p> <p>http://hiephoi.moit.gov.vn/</p> <ul style="list-style-type: none"> - Liste des associations vietnamiennes suivant un classement sectoriel. <p>Association professionnelle.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Association de l'emballage : http://www.hhbb.vn <p>Association qui réunit la plupart des entreprises de l'emballage.</p> <p>Cette association fournit :</p> <ul style="list-style-type: none"> + Annuaire des membres de cette association. + Informations sur les coûts des matières premières + Etude de marchés + Lois sur l'environnement.

Sources d'informations	Informations disponibles	Coût d'accès	Par exemple
Sites de recrutement	<p>Les investisseurs peuvent trouver les informations concernant les offres d'emploi des entreprises cotées en bourse :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Conditions de travail, - Critères de choix des candidats - Postes de travail. 	Gratuit	<p>www.vietnamworks.com</p> <p>Site de recrutement de grande notoriété que les entreprises utilisent largement pour leur recrutement.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Offre d'emploi - Demande d'emploi - Critères de choix de candidats, - Compétences et postes de travail. <p>www.vieclam.nld.com.vn</p> <ul style="list-style-type: none"> - Offre d'emploi - Demande d'emploi - Critères de choix de candidats, - Postes de travail. - Droit du Travail.
Réseaux sociaux.	<p>Les informations fournies permettent aux investisseurs d'élargir leurs champs relationnels et d'obtenir de nombreuses informations sur une multitude de domaines.</p>	Gratuit	<ul style="list-style-type: none"> • Réseaux sociaux mondiaux <p>Facebook : www.facebook.com</p> <p>Youtube : www.youtube.com</p> <p>Linkedin: https://www.linkedin.com/</p> <p>Réseaux sociaux internationaux largement utilisés au Vietnam.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Réseaux vietnamiens

Sources d'informations	Informations disponibles	Coût d'accès	Par exemple
			<p>Eblog : http://eblog.vn/</p> <p>Lieu qui permet de partager les informations et les connaissances de nombreux bloggeurs vietnamiens.</p> <p>Avocats d'affaire : http://luatsuvietnam.org.vn/</p> <p>Liste des associations d'avocats dans les villes et les provinces.</p>
Bases de données	<p>informations concernant les technologies et les entreprises vietnamiennes par :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Brevets • Marques • Modèles des produits • Diagnostics d'entreprises 	Gratuit/ Payant	<p>Base de données des brevets :</p> <p>Département de la propriété intellectuelle : www.noip.gov.vn/</p> <p>Organisme public d'enregistrement des nouvelles marques et des nouveaux brevets.</p> <p>Base de données des bibliothèques universitaires : http://www.vnulib.edu.vn</p> <p>Etudes de cas concernant des entreprises cotées en bourse.</p>
Sites d'entreprises privées.	<p>Informations disponibles diverses et variées.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Domaines d'activités • Fiches d'identités • Catalogues • Actions de développement durable.. • Réseaux de distribution. • Partenaires. • Relation d'actionnaires • Technologies 	Gratuit	<p>Site d'entreprises privées.</p> <p>www.vinamilk.com.vn</p> <p>Entreprise du secteur agro-alimentaire agissant en faveur du développement durable et publiant de multiples informations. .</p>

Tableau 14 : Sources d'informations disponibles sur internet au Vietnam.

En général, les sources d'informations disponibles sur l'internet du Vietnam demeurent limitées par rapport aux autres pays émergents d'Asie. Cette contrainte résulte du caractère récent de la culture d'information au Vietnam. De plus, la qualité de ces sources et de ces informations est souvent variable et d'un contrôle difficile.

Malgré ces limites, la densité et la crédibilité des informations ne cessent de s'améliorer, comme en témoignent les sociétés de gestion de fonds

1.2.2.2 – Les informations diffusées par voie de presse écrite

Outre les sources d'informations disponibles sur l'internet, les investisseurs Vietnamiens peuvent trouver d'autres sources plus spécifiques et d'une diffusion restreinte à intégrer dans leurs dispositifs d'intelligence financière.

Citons, d'une manière non exhaustive, quelques unes de ces sources.

- Communiqués de presse.
- Presse locale et régionale
- Petites annonces
- Contacts avec des journalistes spécialisés.
- Journées portes ouvertes.
- Journaux d'entreprise
- Catalogue de fournisseurs.
- Livres et thèses universitaires

Chacune de ces sources d'information appellent les commentaires ci-après.

- Les communiqués de presse fournissent les dernières nouvelles dans les quotidiens et les hebdomadaires sur les entreprises et les domaines d'activité, mais un caractère publicitaire atténue souvent leur objectivité. Ces éléments d'information peuvent néanmoins venir en complément de rapports d'expertise.
- Au cours des dix dernières années, la presse dite économique a connu un essor considérable au Vietnam, avec une multiplication de titres. Citons à cet égard « tapchi tai chinh », un magazine financier et économique de grande notoriété.
- La presse locale et régionale est devenue fort utile, notamment pour comprendre l'environnement sociétal de régions souvent fort différenciées du Nord au Sud dans un pays de 90 millions d'habitants. A cet égard, les petites annonces procurent aux investisseurs des informations intéressantes relatives aux entreprises cibles et à leur environnement, ce qui permet souvent la constitution de réseaux relationnels.

- Les journées portes ouvertes des entreprises et les foires commerciales constituent, de plus en plus, des sources majeures de renseignements dans un pays où les relations personnelles directes conservent une importance essentielle.
- Les catalogues de fournisseurs (appareillages, matières premières, produits élaborés) représentent également des sources d'information très utiles pour les investisseurs désireux de comprendre les logiques productives des entreprises et de leurs concurrents. Ces catalogues fournissent des informations techniques souvent fortes utiles pour évaluer les avantages comparatifs et concurrentiels des entreprises.
- Les livres sont une source d'information utilisée pour des études approfondies et pour la compréhension des tendances profondes qui guident l'évolution socio-économique de la transition vietnamienne.
- Les thèses universitaires fournissent des informations scientifiques, technologiques et techniques et revêtent, dans le contexte vietnamien, un intérêt croissant, tandis que se développent les recherches fondamentales et appliquées.

1.2.2.3 – Les sources informelles d'information

Outre les sources d'information disponibles sur l'internet et les sources d'information spécifiques ou peu confidentielles, les investisseurs peuvent se référer à des informations informelles ou non publiées concernant les entreprises et leur environnement. En fait, ces informations sont souvent orales, ce qui rend leur collecte souvent très difficile. Il faut noter cependant que ce travail est souvent nécessaire pour les investisseurs dans le contexte actuel.

Les réseaux informels semblent d'une importance majeure dans un pays comme le Vietnam, en relation étroite avec un pouvoir politique centralisé et fortement structuré autour d'un parti unique.

De surcroît, les cadres des entreprises constituent toujours un milieu relativement restreint et solidaire. La circulation des informations est donc rapide, au sein de réseaux de solidarité souvent liés à un pouvoir politique monolithique.

Une techno-structure, au sens de J.K. Galbraith, est en émergence rapide au Vietnam et les cadres entrepreneuriaux demeurent principalement issus de la Nomenklatura qui conduit le processus de transition. Des pratiques, assimilables à des délits d'initiés dans d'autres pays, sont donc fréquentes au Vietnam, voire encouragées dans le contexte d'une privatisation et d'une équitization des entreprises publiques ou para-publiques.

1.3 Le traitement de l'information et les principales questions méthodologiques

Longtemps embryonnaires, les informations économiques sont à présent surabondantes au Vietnam et les investisseurs sont passés, dans un climat de chrématistique, d'une pénurie à une surcharge d'informations, avec évidemment comme risque possible des désinformations.

Dès lors, se pose la problématique des prises de décision, en se basant sur les informations disponibles au Vietnam. Afin d'instruire cette question, nous avons estimé utile d'enquêter auprès d'industriels et de gestionnaires des sociétés d'investissement, d'éclairer leurs pratiques professionnelles et de rendre compte de leurs expériences.

Le but de notre recherche est de proposer aux investisseurs institutionnels vietnamiens un modèle de prise de décision en situation d'incertitude ou un système efficient de renseignement, renouvelant les approches conventionnelles utilisées par les prévisionnistes et analystes financiers.

Dans ce but, il semble pertinent de formuler les questions suivantes :

Question 1 « Comment définir un instrument d'aide à la décision afin de guider les choix des investisseurs institutionnels vietnamiens en complétant l'approche conventionnelle par les apports de l'intelligence financière ? »

Question 2 : « Comment définir un processus de prise de décision en situation d'incertitude afin d'anticiper les menaces pesant sur les gérants de portefeuilles ? »

2 Question de départ et hypothèse

La validité de notre question de recherche s'appuie sur une question de départ : est – ce – que les investisseurs institutionnels Vietnamiens, notamment les gérants de portefeuilles, prennent en compte le concept d'intelligence financière et celui de réputation de l'entreprise cible dans leur processus d'investissement ? Si la réponse est « oui », nous pouvons continuer à élaborer d'autres hypothèses en réponse à la question de recherche :

- A partir d'informations ouvertes, il est possible de construire un tableau de bord permettant de mesurer l'attrait financier d'une entreprise vietnamienne.
- Il est possible de caractériser l'image/la réputation de l'entreprise par les indicateurs.
- Il existe une interaction entre les indicateurs financiers et les indicateurs d'image

3 Retour de l'expérience sur une enquête conduite auprès d'investisseurs vietnamiens

Pour valider notre question de recherche, nous avons réalisé une étude qualitative à travers cinq entretiens approfondis et qualitatifs auprès des gérants de portefeuilles qui travaillent dans cinq sociétés de gestion de fonds Vietnamiennes. Pour ce faire, nous avons établi la relation avec les investisseurs institutionnels grâce à nos réseaux personnels au Vietnam. Ces entretiens se sont déroulés pendant 3 semaines entre fin-juillet 2013 et fin –août 2013 au Vietnam. Pendant ces entretiens, nous avons pu enregistrer toutes les discussions avec les gérants de portefeuilles. Les entretiens qualitatifs ont pour objectif de déterminer la pratique de la prise de décision d'investissement de gérants de portefeuilles Vietnamiens dans le

contexte changeant. Bien entendu, l'approche qualitative ne peut se réclamer d'aucune représentativité statistique des gérants de portefeuilles vietnamiens. A travers cette analyse qualitative, nous souhaitons acquérir des connaissances plus fines que celles qui seraient fournies par d'autres méthodes quantitatives. Dans le livre « Interview : An introduction to Qualitative Research Interviewing », Steiner Kvale (1996) montre que la méthode qualitative est une méthode adaptée pour étudier la compréhension des personnes sur la signification de leur mode vécu, et décrire leurs expériences et auto-compréhensions, ainsi que clarifier et élaborer leurs perspectives sur le monde vécu.

3.1 La validité interne et externe

Selon Pei Liu (2012), la validité externe a pour but de déterminer dans quelle mesure les résultats d'une étude peuvent être généralisés à d'autres circonstances. En réalité, la validité externe est très faible pour notre recherche pour deux raisons principales. En premier lieu, nous ne prenons pas les échantillons au hasard car nous avons décidé de nous focaliser sur les gérants de portefeuilles dans les sociétés de gestion de fonds Vietnamiennes. En deuxième lieu, l'enquête qualitative ne tient pas compte de l'importance de la fiabilité et la généralisabilité. Néanmoins, cette étude n'a pas pour objectif de généraliser les résultats, mais de comprendre l'impact du concept de l'image/de la réputation sur la prise de décision des investisseurs institutionnels, notamment de la société de gestion de fonds dans le contexte changeant grâce à l'expérience vécue des gérants de portefeuilles. En général, la recherche qualitative permet de vérifier la validité d'étude. Cette dernière est utilisée pour déterminer si les résultats sont fidèles du point de vue du chercheur (Creswell 2003).

Mertens (1998) pense que « la validité interne ou la crédibilité de la recherche impose l'existence d'une correspondance entre la façon dont les interrogés perçoivent des constructions sociales et la façon dont le chercheur décrit leur points de vue ». Cela nous conduit à prendre des mesures pendant l'entretien afin de limiter l'influence du chercheur sur l'interviewé et le laisser s'exprimer avec ses propres mots. Pour ce faire, nous évitons de prendre des concepts propres au chercheur pour illustrer au plus près sa pensée profonde et maintenons une position et une communication neutre. Il faut noter que cette approche a pour but de collecter des descriptions détaillées des sentiments subjectifs et des sensations réelles des personnes interrogées. Dans la méthode qualitative, le chercheur est l'animateur de l'entretien, il décide quelles sont les questions à poser, dans quel ordre, ce qu'il faut observer, et ce qu'il faut écrire.

3.2 Entretien semi-directif

Dans notre enquête qualitative, nous avons utilisé la méthode des entretiens semi-directifs pour interviewer chaque locuteur (Chaque gérant de portefeuille). Selon Kvale (1996), un entretien semi-directif se définit comme « ni une conversation ouverte, ni un questionnaire très structuré. Il est réalisé conformément à un guide d'entrevue qui met l'accent sur certains thèmes et qui peuvent inclure des questions suggérées ». En général, les entretiens se déroulent de façon souple grâce à un guide d'entretien élaboré en fonction des questions de

recherche et des hypothèses. Dans ce guide d'entretien, il faut développer des questions ouvertes ou semi-ouvertes. Cela permet aux locuteurs interrogés de formuler leur réponse appuyée sur leur pratique et leur perception. Il faut intégrer leur opinion mûrement réfléchie et circonstanciée dans un corpus riche, dense et analytique.

3.3 Locuteurs

Notre premier entretien commence avec une gérante de portefeuille d'une société de gestion de fonds Vietnamiennne. A l'issue de l'entretien, elle a proposé de nous présenter à ses amis qui travaillent dans certaines sociétés de gestion de fonds et quelques sociétés de valeur mobilière. A partir de cela, nous avons établi une liste d'investisseurs institutionnels intéressants pour les prochains entretiens. Dès lors, nous avons effectué 5 entretiens entre le 27 juillet 2013 et le 17 août 2013 au Hanoi. Parmi les 5 personnes interrogées (1 femme, 4 hommes), 3 personnes sont les gérants de portefeuilles dans trois sociétés de gestion de fonds et 2 personnes sont les chefs de département d'analyse dans deux sociétés de valeurs mobilières. Les 5 sociétés sont installées à Hanoi – Vietnam. Elles participent activement aux marchés financiers Vietnamiens en général et aux marchés boursiers en particulier. Nous pouvons consulter le tableau suivant pour comprendre mieux nos locuteurs dans notre recherche.

L'interrogé	Nom de l'interrogée	Sexe	Nom de société	Types des investisseurs institutionnels	Statut professionnel du locuteur	Lieu d'entretien
E1	PHAM HOAI THANH	F	LOC VIET Capital http://v.lvc.com.vn/	Société de gestion de fonds	Gérant de portefeuille	Café
E2	NGUYEN HUU BINH	M	VIETNAM Investment Securities Company http://www.ivs.com.vn/	Société de valeur mobilière	chef du département d'analyse	Café
E3	DO HIEP HOA	M	MBS Securities https://www.mbs.com.vn	Société de valeur mobilière	chef du département d'analyse	Société
E4	TRUNG VU	M	MB capital http://mbcapital.com.vn	Société de gestion de fonds	Gérant de portefeuille	Société
E5	NGUYEN KHANH DUY	M	PVFC capital http://www.pvfccapital.com.vn	Société de gestion de fonds	Gérant de portefeuille	Café

Ces entretiens se sont déroulés dans la ville de Hanoi.

Tableau 15 : Listes des locuteurs

3.4 Guide d'entretien

Le guide d'entretien est un document qui comporte les axes principaux de l'interview relatifs aux problématiques et aux hypothèses de notre recherche. Nous pouvons l'utiliser comme un point de repère pour relancer progressivement l'orientation thématique, et pour aider les locuteurs à remémorer et à recentrer leur discours, et à laisser finalement l'entretien se dérouler dans l'ordre prévu. Voici quelques thèmes ouverts par le guide d'entretien :

- Le processus de la prise de décision d'investissement
- La prise en compte de l'image/la réputation de l'entreprise cible dans le processus de la prise de décision d'investissement.
- La hiérarchie des critères liés à l'image/à la réputation de l'entreprise cible dans ce processus.

A travers cet axe thématique, nous formulons une liste de dix questions concrètes semi-ouvertes :

- Pouvez-vous me parler de votre processus d'investissement au sein de votre société de gestion de fonds ?
- Quels sont les types d'informations (formelles, informelles ; gratuit, payant ; primaire, secondaire auxquels vous vous intéressez lors de votre processus d'investissement ?
- Quelles sources d'informations utilisez-vous lors de votre processus d'investissement?
- Vous intéressez vous à vérifier la qualité d'informations collectées ?
- Quelles sont les critères financiers mis en œuvre dans votre processus d'investissement ?
- Prenez-vous en compte l'utilisation des éléments extra - financiers (image/réputation) de l'entreprise cible?
- Que pensez vous de l'utilité des informations concernant la réputation/l'image de l'entreprise cible?
- Utilisez vous les matrices d'analyse stratégiques lorsque vous envisagez l'entreprise cible ?
- Constituez-vous les indicateurs des extra-financiers lors de votre processus d'investissement ?
- Comment hiérarchisez-vous vos critères d'évaluation (indicateurs financiers, indicateurs économiques, technologiques et ceux d'image/de réputation) ?
- Avez- vous une méthode de la gestion de risques imprévisibles ? Comment faites-vous ?

Dans cette optique, nous avons élaboré certaines questions assez concrètes pas directement reliées au sujet mais qui relèvent d'informations contextuelles. Voici les questions ci-dessous :

- Comment votre société est-elle structurée dans la prise de décision d'investissement ?
- Quels sont les contraintes ayant un impact sur les prises de décision d'investissement ? (temps, ressources humaines, argent) ?
- Quels sont les règles de prise de décisions mises en œuvre dans votre société de gestion de fonds ?
- Que pensez-vous de la transparence informationnelle des marchés financiers Vietnamiens ?

Au départ de chaque interview, nous avons présenté brièvement notre sujet de recherche pour que le locuteur puisse se situer dans le contexte d'étude. Cela nous permet également de créer un climat de confiance pour nos interviews. Les 5 entretiens sont enregistrés en audio et durent entre 45 et 60 minutes. Ensuite, nous les retranscrivons en textes numériques.

3.5 Les conditions matérielles de l'entretien

Le lieu le plus favorable pour un entretien est un espace convivial pour plus de dialogue et d'écoute. En général, les interlocuteurs désignent les lieux de nos entretiens en fonction de leur disponibilité et leur désir: soit dans leur bureau ou lieu de travail (restaurant, établissement, etc.) ou dans un café proche de leur bureau.

Pendant le déroulement de l'entretien, nous nous asseyons face à notre interlocuteur. Cela nous permet d'avoir l'échange du regard et de recueillir d'autres signes non verbaux (gestuels).

En principe, notre interlocuteur propose le moment de l'entretien selon sa disponibilité. La durée de l'entretien est précisée à la prise de rendez- vous. Chaque entretien a durée entre 45 minutes et une heure. Pendant l'entretien, l'interlocuteur exprime librement ses propos sans être pressé.

3.6 Le déroulement de l'entretien

Dans nos entretiens, nous montrons notre intérêt à l'apparition des phénomènes nouveaux et inattendus, sans avoir préconstruit des catégories et des schémas d'interprétation. Cette attitude est maintenue dans chaque entrevue. Cela nous aide à créer une occasion pour les personnes interrogées d'adopter le rôle de maître et de partager leurs expériences plus ouvertement et librement tout en accordant plus de confiance. Pour améliorer l'efficacité de notre étude, nous n'avons pas montré notre point de vue pendant toute l'interview. Nous utilisons le "d'accord" pour exprimer la confiance et l'empathie pour les interrogés. En plus, nous relevons de ces éléments comme importants ce qui encourage les interrogés à nous fournir volontairement des réponses plus développées et précises.

3.7 Traitement et analyse de données

Après avoir réalisé les 5 entretiens, nous convertissons les 5 enregistrements d'audio en textes numériques. Pour avoir 5 entretiens retranscrits qui feront ensuite l'objet d'un traitement pour une analyse ultérieure.

Après transcription, nous avons clarifié le corpus par une relecture en enlevant les digressions et les textes répétitifs et en reprenant seulement les passages qui nous semblent importants dans notre recherche. Selon le triple processus de Kvale (1996), l'étape suivante nous conduit à effectuer une analyse des données, à développer le sens des entretiens, à éclairer les sujets et à fournir de nouvelles perspectives sur les phénomènes. Cette étape est une analyse qualitative thématique qui traduit les expériences de 5 investisseurs institutionnels au Vietnam. Il faut noter que l'objectif est d'acquérir une meilleure compréhension du concept de l'image/de la réputation dans la prise de décision dans un contexte changeant.

Selon Kvale (1996), il faut s'appuyer sur les méthodes suivantes pour analyser les interviews : le récit, l'interprétation, la condensation et la catégorisation. Le récit est considéré comme une structuration narrative. Cette méthode implique une organisation temporelle et sociale d'un texte pour ressortir le sens, et elle souligne les histoires racontées dans l'entretien. L'interprétation de la signification permet d'élargir le texte en incorporant des interprétations plus profondes et plus ou moins spéculatives. Au contraire de l'interprétation, la catégorisation et la condensation ont pour but de réduire le volume du corpus. La condensation est une technique permettant de distiller les textes d'interview de grande taille en plus petite unité. Pendant ce temps, la catégorisation aide à réduire et coder des textes d'interview selon les thèmes retenus. Pour effectuer l'analyse de catégorisation thématique, nous avons effectué l'analyse thématique verticale et horizontale inter-entretiens (Blanchet et Golman, 1992). Cette analyse permet non seulement (en analyse verticale) de structurer thématiquement chaque entretien et de savoir ce qui a été répondu par un individu pour l'ensemble des thèmes donnés, mais aussi (en analyse horizontale) de comprendre les réponses de chaque individu pour un thème donné et de comparer l'ensemble des entretiens structurés.

Nous avons écouté deux fois les interviews et lu plusieurs fois les textes de transcriptions en notant chaque fois les propos de personnes interrogées. Ce travail nous a permis d'avoir une vision sur une compréhension et une interprétation de leurs propos de la manière la plus scrupuleuse possible. A partir de cela, trois catégories de questions sont identifiées selon nos hypothèses : la mesure de l'attrait financier, la mesure de la réputation et la prise de décision dans le contexte changeant. Ensuite, nous avons réorganisé les données par catégorie et par thème tout entretien confondu. Pour assurer la qualité de la catégorisation, nous avons réalisé une lecture complète pour chaque catégorie. Par exemple, quant au thème « indicateurs financiers », nous avons regroupé les extraits de tous les entretiens concernés en notant à la fin le numéro de l'entretien. Voici le tableau de la catégorisation et le codage effectués à partir des entretiens analysés dans le cadre de notre recherche.

Catégorie	Thème	Principaux mots clés
La mesure de l'attrait financier de l'entreprise cible	Sources d'information ouvertes	La publication de l'entreprise cible, enquêtes sur terrain, internet, réseau personnel
	Indicateurs financiers	Flux financiers (besoins de fonds de roulement), solvabilité financière, résultat courant net/capitaux propres.
	Tableau de bord	Attribution de paramètres pour les indicateurs financiers
La mesure de l'image/de la réputation de l'entreprise cible	Sources d'information	Informations émises par les entreprises, enquêtes sur terrain, rapports payants, internet
	Indicateurs économiques/ technologiques	Chiffre d'affaires, marketing, gestion interne, production.
	Indicateurs sociétaux	Responsabilité sociale, formation.
	Indicateurs de l'image/réputation	Avis des parties prenantes, avis des experts dans le domaine d'investissement
	Perception de l'image/ de la réputation de l'entreprise cible	Attribution de paramètres des indicateurs d'extra-financiers.
La prise de décision	Méthode d'analyse (Base de connaissance)	Stratégie d'investissement, objectif de fonds, règlement d'investissement, séance de travail collectif, interprétation de risques, suivi stratégique de l'entreprise cible.
	Analyse macro-économique	La croissance de PNB, l'inflation, le taux d'intérêt, le déficit commercial, la croissance de macro-économie, le retournement macro-économique.
	Analyse méso-économique	Segmentation, SWOT, chaîne de valeur
	Analyse micro-économique	Gouvernance d'entreprise, parties prenantes, engagement stratégique de l'entreprise cible, créancier, clients, fournisseurs.
	La hiérarchie des critères d'évaluation	Compétitivité financière, compétitivité de gestion, compétitivité commerciale,

Catégorie	Thème	Principaux mots clés
	d'investissement	compétitivité de production
	Gestion de risques imprévisibles	Informations primaires, surveiller le comportement des grands investisseurs, éviter les titres ayant moins de liquidité et moins de capitalisation sur les marchés boursiers.

Tableau 16 : Le codage et la catégorisation des entretiens

Avant d'interpréter les résultats, nous avons intérêt à regrouper les données en fonction d'une typologie où chaque type est caractérisé par des attributs spécifiques. Par exemple : en prenant en compte de tous les avis des interviewés sur la mesure de l'attrait financier, nous avons regroupé ceux qui considèrent les sources d'informations ouvertes comme celles pertinentes permettant de constituer les indicateurs financiers. Nous avons noté ce constat: « Sources d'informations ouvertes, un moyen pertinent procurant les indicateurs financiers ». L'interprétation des résultats est l'étape suivante de la catégorisation. Le résultat montre bien que les investisseurs institutionnels peuvent construire les indicateurs financiers de l'entreprise cible à partir des sources d'informations ouvertes. Néanmoins, ce thème ne confirme pas encore notre première hypothèse. Pour ce faire, nous avons d'abord, regroupé les données relatives aux types d'indicateurs financiers proposés par les indicateurs. Ensuite, nous avons pris en compte l'attribution de paramètres pour les indicateurs financiers. Les résultats montrent bien que les investisseurs institutionnels exploitent les indicateurs à partir de sources d'informations ouvertes et construire un tableau de bord afin d'évaluer l'attrait financier d'une entreprise Vietnamiennne. La plupart des investisseurs institutionnels s'intéressent également aux aspects extra-financiers. Cependant, cela ne confirme pas qu'ils caractérisent l'image ou la réputation de l'entreprise par les indicateurs, puisque nous devons prendre en considération les méthodes de collecte des informations des investisseurs institutionnels et leur perception sur l'image/la réputation de l'entreprise cible. Les résultats montrent que trois investisseurs n'ont pas une perception claire sur l'image/la réputation de l'entreprise cible tandis que les autres comprennent bien ce concept et le caractérisent sous la forme d'indicateurs. Pour la troisième hypothèse, trois investisseurs institutionnels pensent qu'il existe une interaction entre les attraits financiers et les indicateurs d'image/de réputation de l'entreprise. Cependant, ces investisseurs institutionnels Vietnamiens n'apprécient pas le rôle de l'image/la réputation de l'entreprise cible dans le processus d'investissement.

4 Résultats des pratiques des investisseurs institutionnels Vietnamiens et synthèse

4.1 L'évaluation de l'attrait financier de l'entreprise cible

D'après les témoignages, la mesure de l'attrait financier de l'entreprise cible joue un rôle important dans la prise de décision d'investissement de tous les investisseurs institutionnels. Toutes les personnes interrogées le confirment. L'interrogée E4 confirme l'attrait financier comme un des critères principaux permettant l'évaluation de l'entreprise cible : « En réalité, nous nous intéressons bien aux indicateurs financiers. Si la performance financière de *l'entreprise est bonne, nous investissons.* ». En plus, l'interrogée E5 indique que : « Nous nous appuyons largement sur les indicateurs financiers pour évaluer la performance financière, *notamment les opérations de financement et celles d'investissement de l'entreprise cible sur les marchés financiers et les marchés de biens et de services.* »

Notre première hypothèse est confirmée par toutes les personnes interrogées : « **Il est possible de construire à partir d'informations ouvertes un tableau de bord permettant de mesurer l'attrait financier d'une entreprise vietnamienne** ». Pour valider cette hypothèse, nous devons vérifier certaines étapes nécessaires à partir des témoignages des gérants de portefeuille qui s'articulent autour de 2 points : Sources d'informations ouvertes, un moyen pertinent procurant les indicateurs financiers, tableau de bord: une vision claire sur la performance financière de l'entreprise.

4.1.1 Sources d'informations ouvertes, un moyen pertinent procurant les indicateurs financiers

A, Les informations sur l'entreprise cible.

L'interviewé E1 est le gérant de portefeuille de la société de gestion de fond de Loc Viet depuis novembre 2007. Sa société met en œuvre 3 stratégies d'investissement en se basant sur les objectifs de ses clients et la politique de sa société : Fonds d'investissement à long terme, ceux à moyen terme et ceux à court terme. Chaque fonds d'investissement applique une propre stratégie d'investissement. Néanmoins, l'interviewé E1 est très intéressé aux informations sur l'entreprise cible, notamment les informations financières et économiques sur cette dernière. Cela est aussi la préoccupation de tous les interviewés (tous les gérants de portefeuilles interviewés).

Dans l'entretien, l'interviewé E1 nous montre certaines sources d'informations pertinentes relatives à l'entreprise cible utilisées par sa société au Vietnam: « Nous ne faisons pas attention aux informations dans le journal qui sont bien traitées avant la publication. Celles qui nous attirent constituent les informations contrôlées et promulguées par la Commission des opérations de bourse. ».

Les autres interviewés utilisent les informations publiées par la COB et contrôlées par les autres organismes de l'audit. Par exemple : l'interviewé E5 déclare que : « Nous collectons

les informations des rapports de l'entreprise, des rapports financiers, les annonces de l'entreprise, des forums, des commissions des opérations de bourse (COB). ».

En outre, les investisseurs peuvent utiliser certaines sources d'informations concernant l'entreprise cible dans leur processus d'investissement. L'interviewé E3 montre que : « Nous utilisons les sources d'information formelles comme Bloomberg, les informations analysées dans le journal électronique ou dans la presse. En outre, nous prenons aussi les informations publiées dans les forums financiers. Pour la communauté d'investisseurs, le forum représente une source d'information efficace. Cependant, cette source peut contenir plusieurs informations opposées. ».

En fait, les sources de cette information contiennent souvent les informations ouvertes que les investisseurs peuvent collecter facilement. Les informations financières, notamment les indicateurs financiers de l'entreprise cible sont recueillies et traitées à travers un département d'analyse de société de gestion de fonds. Quatre personnes interviewées montrent que les sociétés de gestion de fonds disposent des départements d'analyse, sauf celle de l'interviewé E2. Ces départements proposent souvent des évaluations et des jugements indépendants sur les entreprises cibles par rapport à ceux des gérants de portefeuilles. Ainsi, les gestionnaires de portefeuille peuvent consulter les indicateurs financiers de l'entreprise cible formulés par le département d'analyse.

L'interviewé E3 nous montre que : " nous avons un département d'analyse qui collecte les informations et les traite. Ce département propose des évaluations indépendantes par rapport au gérant de portefeuille. C'est l'une des sources d'information pertinentes pour évaluer l'entreprise cible. "

En outre, les investisseurs peuvent recueillir les informations financières, notamment les indicateurs financiers concernant l'entreprise cible à travers certains courtiers d'informations au Vietnam. Ils peuvent appliquer cette approche si leur société de gestion de fonds n'a pas de ressources humaines suffisantes, ni de temps et d'argent pour développer un département d'analyse. C'est le cas pour l'interviewé E2 : « Notre entreprise ne veut pas développer l'équipe d'analyse, donc, nous achetons l'option de données traitées. Cela nous aide à ne pas établir une équipe d'analyse et à économiser nos efforts. ».

L'interviewé E1 nous montre ses préoccupations quant à la qualité des informations financières. A son avis, bien que sa société de gestion de fonds collecte les informations financières, économiques à partir des rapports financiers audités, les entreprises cibles peuvent utiliser certaines techniques pour cacher leurs erreurs: « En réalité, quelques rapports financiers sont manipulés. Cependant, nous sommes capables de reconnaître ces modifications. Nous, en qualité d'actionnaires, enverrons un courrier électronique à l'entreprise cible pour recevoir des documents financiers supplémentaires. ». Les interviewés E3 et E4 semblent avoir un point de vue similaire par rapport à l'interviewé E1. En outre, ils ont une même méthode de qualification des informations financières, économiques concernant les entreprises cibles, notamment l'entreprise ayant une stratégie d'investissement à long terme. Selon l'interviewé E4, « Les rencontres directs avec les dirigeants de la firme

nous aident à éclairer certains doutes sur le bilan comptable. Par exemple : le stock en-cours, les rentabilités."

L'interviewé E2 et l'interviewé E5 font confiance à la qualité de rapports audités et publiés par la commission des opérations de bourses (COB). En réalité, leurs sociétés de gestion de fonds se confrontent aux contraintes en termes de ressources humaines, de temps et d'argent pour vérifier ces informations.

A partir de cela, nous constatons que les investisseurs institutionnels vérifient la qualité d'informations, notamment celle d'informations ouvertes.

Lors de l'évaluation d'une entreprise cible, les gérants de portefeuille déterminent souvent les indicateurs financiers pour évaluer l'attrait financier de l'entreprise cible. Cela semble s'appliquer également pour la plupart des entreprises listées dans leurs portefeuilles d'investissement. Selon l'interviewé E4, l'investissement a pour objectif le profit. Tout d'abord, il se focalise sur les deux critères principaux de croissance et de rentabilité. A partir de ces deux critères, les gérants de portefeuille peuvent déterminer les indicateurs afin d'évaluer l'attrait financier de l'entreprise cible. Pour ce faire, ils se basent sur les informations collectées sur l'entreprise cible. En effet, l'interviewé E3 s'appuie sur les rapports financiers afin de déterminer les indicateurs : *« En termes d'indicateur de base de l'action, nous utilisons l'analyse de base afin d'évaluer l'entreprise cible. Nous allons utiliser certains critères financiers comme: P/E, Book to Value de l'entreprise pour proposer une valeur de la firme. Puis, nous pouvons identifier la valeur la plus risquée et proposer des scénarios hypothétiques pour cette valeur. »*

Dans les autres entretiens, les gérants de portefeuilles proposent également leurs propres indicateurs afin d'évaluer l'attrait financier de l'entreprise cible. Ces indicateurs sont indépendamment formulés par rapport aux indicateurs proposés par le département d'analyse de la société de gestion de fonds. Ce travail aide les gérants de portefeuilles à former les scénarios hypothétiques pour sélectionner l'entreprise cible. Cela est affirmé par l'interviewé E1 : *« Nous avons plusieurs indicateurs financiers. En réalité, nous faisons souvent attention aux rapports financiers de l'entreprise cible, sa robustesse sur le marché financier. Comme nous l'avons dit ci-dessus, nous vérifions toujours les indicateurs par les techniques d'analyse financière. Donc, nous trouvons les indicateurs financiers à partir des rapports financiers. »* L'interviewé E5 nous montre également quelques indicateurs financiers afin d'évaluer l'entreprise cible : *« Puis, nous présentons les indicateurs financiers tels qu'EPS, ROA, ROE Cette étape est appelée l'analyse financière. »*. Pendant ce temps, l'interviewé E2 ne nous indique aucun indicateur concret. Néanmoins, il dit considérer également l'attrait financier comme l'un des critères principaux pour sélectionner l'entreprise cible.

B, Les informations sur l'environnement de l'entreprise cible :

Outre les informations sur l'entreprise cible, les gérants de portefeuilles s'intéressent à collecter les informations relatives à leur environnement. L'évaluation de l'évolution de l'environnement aide les gérants de portefeuilles à déterminer le positionnement de l'entreprise cible par rapport à ses concurrents du même secteur. Pour ce faire, ils doivent

chercher les informations financières et économiques concernant les concurrents. Ceci est confirmé par la plupart des gérants de portefeuilles interviewés.

Actuellement, les sociétés de gestion de fonds peuvent trouver gratuitement les rapports sectoriels publiés par les organismes financiers divers. L'interviewé E2 et E5 nous montrent que les banques HSBC et ANZ fournissent ce type de rapports gratuitement. Cela permet aux gérants de portefeuilles d'avoir les indicateurs concernant les meilleures entreprises dans le secteur ou certaines entreprises ayant le même mode de fonctionnement par rapport à l'entreprise cible. Outre les informations gratuites, les gérants de portefeuilles peuvent utiliser les informations payantes. L'interviewé E3 dit que : « Outre les informations du Département *général des statistiques*, nous choisissons souvent les sources d'information à partir du rapport de BMI Research. Ce rapport fournit des informations précises donc elle est vendue jusqu'à plusieurs milliers de dollars. Mais, au Vietnam, le réseau de relations nous permet *d'échanger les rapports avec les autres organisations financières*. Donc, nous ne perdons pas d'argent sur l'achat de ces rapports ». Néanmoins, la qualité des rapports sectoriels gratuits n'est pas aussi bonne que celle de rapports sectoriels payants. Cela est affirmé par l'interviewé E2 : « Nous *n'apprécions pas les informations gratuites fournies par les organisations étrangères* mais nous collectons des informations précieuses provenant de ces *sources d'information*. ».

Ces sources d'informations procurent aux gérants de portefeuilles une vision générale sur les secteurs où l'entreprise cible exerce, notamment les indicateurs financiers tels que la moyenne de ROA, celle de ROE, celle d'EPS de ces secteurs. Cela les aide à évaluer efficacement le positionnement de l'entreprise cible dans ces secteurs. L'interviewé E4 pense que « En principe, l'objectif d'investissement est de prendre des bénéfices. Par conséquent, nous allons prendre en considération la rentabilité du secteur pour le capital (ROE, ROA), le taux de la *croissance du secteur*, les *chiffres d'affaires du secteur*, le *total des bénéfices de tous les secteurs*. Toutefois, ces chiffres ne sont pas souvent faciles à obtenir. Car le système de comptabilité du Vietnam comprend deux systèmes numériques différents. Donc, la statistique est difficile à faire. Dans un secteur donné, *si l'entreprise fournit un chiffre exact, elle n'ose pas l'afficher sur le marché* ». Cette idée reflète la réalité de la qualité d'information publiée par les entreprises au sein de marchés financiers Vietnamiens. D'une part ces entreprises peuvent avoir une base de données pour divulguer sur les marchés boursiers. D'autre part, elles utilisent une autre base de données pour évaluer leurs performances réelles. Il est difficile pour les investisseurs de définir la moyenne de ces indicateurs de ces secteurs. Autrement dit, cela n'est pas rassurant.

De plus, certains interviewés ont du mal à segmenter les secteurs au Vietnam car les entreprises Vietnamiennes opèrent sur plusieurs domaines d'activités stratégiques. L'interviewé E1 constate: « Cependant, la classification des domaines d'activité au Vietnam rencontre des difficultés car la capitalisation de certaines entreprises est trop grand par rapport aux autres. En outre, quelques entreprises utilisent trop de capitaux endettés au *service des activités principales de l'entreprise*. Donc, il est difficile, pour les analystes, de classer les domaines et identifier la situation du domaine. »

Ce constat semble correspondre aux opinions des autres interviewés lorsqu'ils réalisent la segmentation sectorielle au Vietnam. Pour résoudre cette difficulté, les gérants de portefeuilles sélectionnent et regroupent les entreprises ayant la même échelle et le même mode de fonctionnement par rapport à l'entreprise cible. Cela est confirmé par l'interviewé E1 « *Pour y remédier, nous allons faire sortir l'entreprise ayant la grande capitalisation de ce domaine et regrouper des petites entreprises en vue de calculer la valeur moyenne de ce domaine d'activité. Puis, nous allons comparer cette dernière aux valeurs moyennes d'autres domaines d'activité pour trouver le domaine d'activité potentiel à investir. Si cette valeur moyenne est favorable, nous allons permettre aux entreprises ayant la grande capitalisation de réintégrer ce domaine.* ». Cette méthode de segmentation aide les gérants de portefeuilles à avoir une vision claire sur le positionnement de l'entreprise cible par rapport à ses concurrents.

Finalement, les investisseurs s'intéressent aux indicateurs macroéconomiques ayant des impacts sur la conjoncture des marchés boursiers. Cela peut affecter le prix des titres de l'entreprise cible. Ils peuvent utiliser certains indicateurs importants tels que l'inflation, le PNB, le taux d'intérêt, le taux de devise pour leur permettre de formuler les évaluations concernant l'évolution des marchés au niveau macro-économique et les impacts éventuels sur l'entreprise cible.

Les gérants de portefeuille peuvent trouver facilement les informations macro-économiques à travers les sources d'informations telles que le département statistique, les ministères, les organismes de l'Etat, la presse économique, financière et les forums, les organismes étrangers. Ces sources d'informations sont souvent ouvertes. Cela aide les gérants de portefeuille à acquérir les informations sans perdre trop du temps et d'énergie.

Les gérants de portefeuilles pensent que les courtiers d'informations étrangères reprennent les données des organismes d'Etat. Ainsi, ils utilisent souvent les sources d'informations ouvertes et gratuites concernant les informations macroéconomiques. L'interviewé E2 dit : « *En général, la presse étrangère reprend les données issues des sources d'information du Vietnam* ». Cette idée semble correspondre aux opinions des autres interviewés.

Les gérants de portefeuilles peuvent donc bâtir facilement les indicateurs financiers afin d'évaluer l'entreprise cible ainsi que son environnement en termes d'aspect financier à partir des sources d'informations ouvertes. Néanmoins, pour valider notre première hypothèse, nous devons prendre en considération la méthode de l'agrégation des indicateurs financiers qui sera vue dans la partie suivante.

4.1.2 Tableau de bord: une vision claire sur la performance financière de l'entreprise

A, Tableau de bord : évaluation de l'entreprise cible et de ses concurrents

Comme mentionné ci-dessus, les gérants de portefeuilles s'appuient sur certains critères financiers afin de formuler les indicateurs financiers divers lors de l'évaluation de l'attrait financier de l'entreprise cible. En réalité, ces critères financiers et ces indicateurs ont besoin d'être hiérarchisés. Ce travail exige des techniques d'analyse financière des gérants de

portefeuilles et leurs expériences afin de déterminer les risques financiers ou les opportunités financières de l'entreprise cible sur les marchés financiers et ceux de biens et de services. Cette méthode semble être connue comme un processus de la prise de décision d'expert dans le processus d'investissement des gérants de portefeuille. En effet, elle consiste à plusieurs étapes d'évaluation différentes. Chaque étape aide les gérants de portefeuilles à comprendre mieux l'entreprise cible. Ces étapes ont souvent une relation intime. L'agrégation des évaluations leur permet de formuler les scénarios hypothétiques relatifs à l'entreprise cible en termes financiers, d'évaluer également sa performance financière.

En général, les gérants de portefeuille collectent les informations concernant l'entreprise cible pendant les 3 à 5 dernières années. En se basant sur les sources d'informations ouvertes, ils peuvent déterminer les indicateurs financiers et les critères financiers lors de l'évaluation de l'entreprise cible. Ce travail les aide à évaluer la performance financière de l'entreprise dans le temps. En outre, les gérants de portefeuille peuvent comparer l'entreprise cible à ses concurrents ayant la même échelle de fonctionnement dans les mêmes secteurs.

L'interviewé E3 travaille dans le domaine d'investissement et de la finance avec 8 ans d'expérience. Cette bonne expérience l'aide à formuler une hiérarchie des critères financiers et des indicateurs financiers lors de l'évaluation d'une entreprise cible: *« D'abord, nous allons lire leurs rapports financiers pour évaluer la capacité financière de l'entreprise cible dans le passé. Nous allons nous intéresser au flux de trésorerie de l'entreprise dans le rapport des flux de trésorerie. Cet indicateur indique la santé financière de la firme. En réalité, le bilan et le compte de résultat sont traités par les entreprises. Selon nous, si l'entreprise a des indicateurs négatifs du flux de trésorerie pendant deux années consécutives, nous n'allons pas choisir cette entreprise sans prendre en compte les autres éléments.*

Quelques entreprises font de grands profits. Cependant, d'où viennent ces profits ? Ils sont issus de l'assouplissement de la politique de vente qui autorise les clients à emprunter beaucoup et à rembourser plus tard. Nous allons détecter le faux chiffre d'affaires grâce à d'autres indicateurs financiers. Par exemple: la rotation des stocks, les créances à la hausse. Bien que l'entreprise soit rentable, l'excédent de la trésorerie financière peut être négatif. L'indicateur du flux de trésorerie (CFO) dans le rapport des flux de trésorerie représente un des indicateurs pour qualifier le profit et le chiffre d'affaire de l'entreprise cible.

Dans certains cas, l'entreprise peut manipuler les données pour avoir un flux de trésorerie positif. Nous en venons à la deuxième étape. Dans cette étape, nous devons soustraire les dépenses d'investissement par l'indicateur du flux de trésorerie. Si le résultat est négatif, nous allons nous poser des questions.

Nous allons donc prendre en compte les indicateurs de capacité de survie de l'entreprise cible tels que dette/capital du propriétaire, et la capacité de paiement de l'intérêt (EBIT/Intérêt d'emprunt mensuel).

En troisième lieu, nous allons observer si l'entreprise cible se développe en se basant sur le capital propre ou sur les autres capitaux (dettes).

Puis en quatrième lieu, pour prendre en compte les indicateurs de production, nous allons choisir l'entreprise en tête du secteur qui apporte les avantages compétitifs. Par exemple: La société MASAN ou Vinamilk. Cet avantage est présenté par la marge brute (gross margin). Par exemple: la Marge brute de KDC atteint 40%, celle de VINCOM est de 50%-60%. L'indicateur de ces entreprises est supérieure aux autres du même secteur.»

L'interviewé E1 dispose d'une expérience de 6 ans dans le domaine d'investissement et de la finance. Ainsi, il propose une hiérarchie des critères financiers et des indicateurs financiers de façon efficace. Cette hiérarchie est caractérisée sous la forme de tableau de bord. En général, l'interviewé E1 utilise les tableaux de bord afin d'évaluer l'évolution de performance financière de l'entreprise dans le temps et en comparaison avec ses concurrents. A partir de cela, les gérants de portefeuille peuvent évaluer la valeur corporelle de l'entreprise cible. Cela est confirmé par l'interviewé E1 : « Nous proposons un ensemble d'*indicateurs en vue d'évaluer l'entreprise ces trois dernières années. Cet ensemble nous aide à trouver les entreprises potentielles à investir, particulièrement les entreprises ayant des natures périodiques. Par exemple: Bien que le marché fluctue, quelques entreprises possèdent la nature périodique. Les indicateurs de croissance tels que ROA ou ROE nous permettent de sélectionner les entreprises cibles qui répondent bien à nos critères. Après avoir passé le filtre de l'ensemble des indicateurs financiers, nous allons comparer les indicateurs de l'entreprise cible à ceux d'autres potentiels. Nous avons deux ensembles de filtres: d'une part, le filtre de l'ensemble d'indicateurs et d'autre part, le filtre de la croissance moyenne des indicateurs. Par exemple: Nous allons évaluer la croissance moyenne ROA, ROE des entreprises pendant les trois dernières années afin de prendre des décisions d'investissement. À notre avis, les entreprises ayant une bonne performance sont bien révélées par ces indicateurs. »*

Les interviewés E2 et E4 ne nous montrent pas leurs hiérarchies des critères et des indicateurs lors de l'évaluation de l'entreprise cible. Néanmoins, elles privilégient les critères financiers à ceux extra-financiers. L'interviewé E2 dit : « En principe, *nous nous basons sur l'analyse de haut en bas (Top – Down). Ainsi, nous surestimons les indicateurs financiers par rapport à d'autres indicateurs extra-financiers* ». L'interviewé E4 nous montre qu'il prend seulement la décision d'investissement en se basant sur les deux critères financiers croissance et rentabilité de l'entreprise cible.

L'interviewé E5 propose certains critères d'évaluation en se basant sur la comparaison entre l'entreprise cible et les autres entreprises du même secteur : « Dans l'analyse de secteur, nous allons choisir 5 entreprises typiques selon leurs parts de marché dans ce secteur. Nous suivrons la tendance de ces entreprises dans l'avenir. En outre, nous évaluerons le prix des actions, le niveau des transactions de ces 5 entreprises. Puis, nous évaluerons la société cible par rapport aux 5 autres sociétés. Enfin, nous estimerons *si l'entreprise est potentielle à investir.*»

Pour vérifier ces scénarios, les gérants de portefeuille utilisent également certaines techniques afin d'éclairer quelques doutes issus de bilans financiers. Parmi 5 interviewés, 3 gérants de portefeuilles confirment qu'ils sont prêts à prendre les rendez vous avec les dirigeants des

entreprises cibles afin de mettre en lumière ces doutes. Les interviewés E2 et E5 pensent qu'ils surveilleront strictement les entreprises cibles afin de faire éclaircir ces doutes car ils n'ont pas assez de ressources pour réaliser ces opérations sur les marchés financiers Vietnamiens.

B, Tableau de bord : évaluation de l'environnement macro-économique.

Comme nous avons mentionné ci-dessus, outre l'évaluation de l'entreprise cible, les investisseurs s'intéressent également à évaluer son environnement. Ce travail les aide à formuler les évaluations du contexte économique et l'évolution de l'environnement macroéconomique. A partir de cela, ils peuvent déterminer le retournement de cycle économique et les éléments extérieurs affectant la performance financière de l'entreprise cible et son environnement. Pour ce faire, les investisseurs doivent hiérarchiser les indicateurs macroéconomiques. A partir de cela, ils peuvent formuler les hypothèses de scénarios macroéconomiques auxquels l'entreprise cible doit se confronter. Cela est confirmé par la plupart des interviewés.

L'interviewé E2 dit que « Au Vietnam, nous nous intéressons au PIB, à l'inflation, au taux d'échange, à la force de l'argent, à l'index industriel, l'index de l'inventaire, de confiance des affaires, à la balance commerciale, à l'opération de change. Ces indicateurs affectent souvent le prix des titres au Vietnam. En plus, nous faisons attention également à la politique monétaire, à la politique budgétaire. ». L'interviewé E3 explique : « D'abord, notre société s'intéresse aux informations à l'échelle mondiale. Par exemple: les informations concernant les politiques économiques, la politique des grands pays, comme la guerre en Syrie, les informations liées aux grands fonds d'investissement à l'étranger. Ensuite, nous tenons compte des macro-informations du Vietnam comme la croissance du PIB, l'inflation, les réserves de change, le taux d'intérêt, le taux de change, l'indicateur CDS (Credit Swap default) (indicateurs de risque de marché).» L'interviewé E5 classe les indicateurs selon l'ordre suivant: « Indice des prix, Inflation, Balance commerciale, Investissement direct à l'étranger (FDI)»

En général, chaque gérant de portefeuille propose sa propre hiérarchie des indicateurs afin d'évaluer l'évolution du contexte macroéconomique. A la différence de l'approche des autres interviewés, l'interviewé E4 pense que les indicateurs macroéconomiques sont hiérarchisés de façon flexible en fonction de chaque gérant de portefeuille et de la nature de chaque secteur analysé. Pour évaluer l'environnement macroéconomique, sa société de gestion de fonds organise une séance collective de travail dans laquelle les participants proposent les interprétations diverses et hiérarchisent les indicateurs macroéconomiques.

En se basant sur les indicateurs hiérarchisés ou les tableaux de bord, les investisseurs peuvent évaluer l'environnement macroéconomique afin de détecter la conjoncture économique ou la phase du cycle économique. A chaque phase du cycle économique, les investisseurs peuvent définir les secteurs potentiels à investir. Cette idée correspond aux opinions des interviewés E2 et E3. Selon l'interviewé E2 « *Au cours d'investissement, l'investisseur va observer le cycle économique. Puis, l'analyse méso-économique va permettre d'identifier le cycle d'investissement et va identifier le type d'actions à investir pour chaque période.* Par

exemple: En cas de difficulté, l'investisseur se concentre sur les actions agricoles, pharmaceutiques, de consommation. Ces secteurs assurent la sécurité du fonds.»

A partir de tels constats, notre première hypothèse semble être validée sur les marchés financiers Vietnamiens. Néanmoins, ce résultat reflète une réalité selon laquelle les investisseurs Vietnamiens, notamment les gérants de portefeuille se concentrent sur les critères financiers et les indicateurs financiers dans le contexte changeant d'aujourd'hui. Autrement dit, les investisseurs Vietnamiens se focalisent sur l'évaluation de la valeur corporelle de l'entreprise cible. Cela nous incite à prendre en considération effectivement la collecte d'informations et l'évaluation de la valeur incorporelle de l'entreprise cible dans le contexte actuel aux yeux des investisseurs institutionnels Vietnamiens. Ce point sera présenté dans la partie suivante de notre thèse.

4.2 L'évaluation de l'image et de la réputation de l'entreprise cible

4.2.1 La perception pour l'image/la réputation de l'entreprise cible

Outre les informations financières relatives à l'entreprise cible, les investisseurs Vietnamiens s'intéressent également aux informations concernant ses activités sur les marchés de biens et de services en termes de gouvernance de l'entreprise, du marketing, du commerce, de la production, du social, de la technologie. Ces informations les aident à évaluer la compétence de l'entreprise cible et sa capacité de mobilisation de ressources pour répondre aux attentes et aux contraintes de ses parties prenantes.

Pour ce faire, les investisseurs Vietnamiens collectent souvent les informations concernant l'entreprise cible et son environnement à travers plusieurs sources d'informations diverses. Pendant 5 entretiens, nous constatons que tous les interviewés utilisent les sources d'informations formelles telles que les publications de l'entreprise cible (les rapports annuels, les rapports financiers), la COB, les journaux en ligne, la presse écrite. Néanmoins, les sites de recommandations semblent ne pas être développés au Vietnam. Ainsi, les investisseurs utilisent peu cette source d'information. L'interviewé E2 dit : «Au Vietnam, il y a très peu de sites similaires. Ces sites ne sont pas aussi professionnels que ceux des pays développés tels que les Etats Unis ou la France». De plus, nous nous rendons compte que les interviewés n'utilisent pas les informations publiées sur les réseaux sociaux.

En outre, les interviewés E1, E3, E4 collectent les informations sur les entreprises cibles à travers les sources d'informations informelles telles que forum financiers, rencontres directes avec les dirigeants des entreprises cibles et les parties prenantes de ces dernières. L'interviewé E3 nous dit : «*Pour ce faire, nous devons rencontrer les partenaires de l'entreprise cible, ses créanciers, ses clients, ses fournisseurs. Puis, nous allons chercher des informations pour formuler une évaluation globale de l'entreprise.*».

Les deux autres interviewés (E2, E5), ne peuvent pas collecter les informations à travers les rencontres directes avec les dirigeants des entreprises cibles et les parties prenantes de ces dernières faute de ressources humaines et d'argent. Dans ce contexte, les interviewés E2, E5 utilisent les informations publiées sur les sites privés des entreprises cibles, les sites de la

COB et certains forums financiers. De plus, l'interviewé E2 dit utiliser les informations payantes fournies par les courtiers d'information pour évaluer l'entreprise cible : « En fait, nous exploitons les informations grâce à plusieurs sources : journal électronique, site web de l'entreprise, publication des informations du comité boursier, enquête proprement dite. En outre, nous achetons aussi les rapports d'enquête réelle des courtiers des informations. En réalité, il existe plusieurs types de rapport : rapport stratégique, rapport mensuel, trimestriel et rapport actualisé. Lorsque l'entreprise propose un nouvel engagement stratégique, nous allons rassembler les rapports stratégiques. Cela nous permet de suivre attentivement la situation de l'entreprise cible. Par exemple : pour une action, la société d'action HSC fournit des dizaines de rapports actualisés sur la situation de l'entreprise cible pendant un an ».

En réalité, les informations publiées sur les sites privés de l'entreprise cible sont souvent contrôlées en se basant sur les règlements ou les décrets de la COB. Ces informations concernent les transactions internes des actionnaires de l'entreprise cible, les publicités. Elles ne reflètent pas les autres informations relatives aux activités stratégiques de la firme de façon complète et opportune. Pour la collecte de ces informations, les investisseurs Vietnamiens peuvent utiliser certains forums. En effet, l'interviewé E3 déclare : « En outre, nous prenons aussi les informations publiées dans les forums financiers. Pour la communauté d'investisseurs, le forum représente une source d'information efficace ».

La vérification de la qualité des informations collectées sur les forums devient une préoccupation des investisseurs. En effet, selon l'interviewé E3 : «Cependant, cette source peut contenir plusieurs informations opposées. Afin d'exploiter ces informations, nos membres du groupe de travail doivent avoir la capacité d'analyse.... Cependant, cela constitue un risque car la qualité de l'information dépend de l'opinion de certains individus. Dans une société, la prise de décisions ne peut pas dépendre de l'opinion d'un individu. Nous devons donc chercher à transformer la capacité propre de ces individus en esprit d'entreprise ». Les autres interviewés (E1, E2, E4, E5) ne partagent pas leurs propres expériences dans la vérification des informations collectées sur les forums financiers. A partir de ces observations, les investisseurs institutionnels Vietnamiens n'apprécient pas effectivement la vérification des informations concernant les opérations stratégiques de l'entreprise cible. Autrement dit, ils n'ont pas de méthode de qualification d'informations. Cela les conduit à rencontrer plusieurs difficultés dans l'évaluation de la valeur incorporelle de l'entreprise cible (la valeur de la marque et la valeur de l'image/ de la réputation de la firme).

L'interviewé E1 utilise principalement les informations collectées à partir des rencontres directes avec les dirigeants de l'entreprise cible pour éclaircir certaines doutes issus de ses bilans financiers. Cela l'aide à évaluer la performance financière de la firme. A travers notre entretien, nous constatons que cet interviewé ne semble pas s'intéresser aux informations collectées relatives aux activités stratégiques de l'entreprise cible à partir des rencontres directes avec les dirigeants de l'entreprise cible. Les interviewés E3, E4 se concentrent sur les informations diffusées par les parties prenantes de l'entreprise cible. Pour ce faire, ils rencontrent non seulement les dirigeants de l'entreprise cible mais aussi les autres parties prenantes telles que les clients de la firme, ses fournisseurs, ses créanciers, ses sociétés

civiles. Cette méthode semble être efficace dans le contexte économique Vietnamien. L'interviewé E4 indique: « *Bien sûr, nous allons rencontrer les distributeurs de l'entreprise cible, ses créanciers et ses clients* »

Les interviewés collectent peu d'informations relatives aux opérations de l'entreprise cible à travers les réseaux sociaux et les sites de recommandation. Elles trouvent principalement ces informations sur certains forums, notamment les forums financiers. En réalité, les forums financiers procurent aux interviewés beaucoup d'informations financières sur l'entreprise cible et certaines informations stratégiques sur la firme. Ainsi, les investisseurs Vietnamiens semblent ne pas utiliser toutes les sources d'informations disponibles sur l'entreprise cible et ignorent de ce fait certaines informations importantes.

A travers nos entretiens, nous constatons que certaines interviewés ne tiennent préalablement pas compte des contraintes et des attentes des parties prenantes de l'entreprise cible. En effet, elles ne prennent pas en considération l'évaluation de l'évolution des environnements de la firme, notamment celle de secteurs en termes des aspects extra-financiers. Les interviewés (E1, E2, E5) utilisent peu d'analyses de matrices stratégiques afin de formuler les évaluations de l'évolution de l'entreprise cible. Pour ce faire, ils s'appuient principalement sur les indicateurs financiers sans se baser sur les indicateurs extra-financiers. L'interviewé E1 dit : « *Nous disposons de ce type d'indicateurs mais nous ne nous les basons pas dessus car nous ne comprenons pas bien ces indicateurs. L'analyse stratégique ne constitue pas notre point fort* ». En outre, l'interviewé E4 nous montre généralement la méthode de l'analyse sectorielle avec certains indicateurs financiers « En général, nous nous intéressons aux informations à partir des matrices d'analyse stratégiques comme SWOT, les points forts, les points faibles, la structure de la chaîne de valeur. Par exemple, *si l'entreprise s'exerce dans l'industrie textile*, nous recherchons à quelle filière de la chaîne de valeur cette entreprise appartient. Nous nous intéressons à la rentabilité de cette filière dans l'industrie textile du Vietnam, au un taux de rentabilité pour les sous-traitants, comme celui du processus de tricot, celui de la couture. ». Dans ce contexte, les investisseurs Vietnamiens ont du mal à évaluer les attentes et les contraintes des parties prenantes de l'entreprise cible et les évolutions de son environnement en termes d'aspects extra-financiers. A partir de cela, les interviewés (E1, E2, E5) rencontrent certaines difficultés de déterminer le positionnement de la firme dans ses secteurs.

A partir de tels constats, les deux interviewés (E3, E4) s'intéressent à l'image/la réputation de l'entreprise cible. Autrement dit, ils se rendent compte du rôle important des évaluations des parties prenantes de la firme lorsqu'ils envisagent l'entreprise cible. Les autres interviewés (E1, E2, E5) semblent s'intéresser aux informations relatives aux opérations de la firme collectées à partir des sources d'information telles les publications de l'entreprise cible, la COB, les forums, les journaux et les courtiers d'information. Ces informations peuvent être collectées à partir de certaines enquêtes auprès des parties prenantes de la firme. Néanmoins, ces interviewés (E1, E2, E5) ne se rendent pas compte qu'elles sont en train d'utiliser les informations diffusées par les parties prenantes de la firme. Ainsi, ces interviewés semblent ne pas s'intéresser effectivement à l'image/ la réputation de l'entreprise cible.

Par conséquent, les investisseurs Vietnamiens ont du mal à évaluer si la compétence et la capacité de mobilisation des ressources de l'entreprise cible peuvent répondre aux attentes et aux contraintes des parties prenantes de l'entreprise cible. Cette difficulté est souvent issue des contraintes des investisseurs dans l'évaluation de l'évolution de l'environnement de la firme, notamment dans la détermination des contraintes et des attentes des parties prenantes de la firme en termes d'aspects extra-financiers. Elle provient également de l'identification des indicateurs extra-financiers concernant l'entreprise cible. Nous présenterons ces indicateurs dans la partie suivante.

4.2.2 L'évaluation de l'image et de la réputation de l'entreprise cible

L'interviewé E1 propose certains critères d'évaluation concernant les activités de l'entreprise cible à partir des informations collectées. Dans notre entretien, cette personne nous montre que le concept de l'image/la réputation de la firme intègre les activités de marketing ou de commerce. Cependant, elle pense que le marketing ne joue pas un rôle important pour les entreprises Vietnamiennes. Actuellement, peu d'entreprises envisagent d'investir dans ce domaine. Cela explique pourquoi l'interviewé E1 ne perçoit pas clairement le rôle de l'image/ de la réputation de l'entreprise cible. Ainsi, il a du mal à proposer les indicateurs concernant l'image/ la réputation de la firme : *« Lors de l'évaluation d'une entreprise, nous avons une fiche particulière relative à la valeur des marques de l'entreprise cible. La valeur des marques de cette entreprise concerne le marketing et les services. En fait, je suis le responsable qui évalue la valeur des marques. Néanmoins, nous ne comprenons pas bien la valeur des marques car c'est toujours une notion floue pour nous ».*

En se basant sur les informations collectées, l'interviewé E2 propose également certains critères d'évaluation concernant la performance de l'entreprise cible: *« Nous ne nous intéressons jamais aux marques des marchandises de l'entreprise cible. Nous nous concentrons sur ses compétences, sa compétitivité sur les marchés réels. Par exemple : en parlant de Vinamilk, tout le monde comprend sa puissance sur les marchés. Nous prenons en compte les aspects de marketing, de gouvernance, de production, de produits dans notre évaluation d'investissement ».* Néanmoins, cette interviewé s'appuie principalement sur les informations publiées par la COB, les courtiers d'information. Ainsi, l'interviewé E2 ne se rend pas compte que les courtiers d'informations peuvent consulter les avis des parties prenantes de l'entreprise cible : *« Comme vous savez, l'entreprise cible ne publie jamais leurs informations stratégiques. De plus, nous ne trouvons aucune organisation qui collecte et publie ce type d'information. »*

De même que les deux interviewés (E1, E2), l'interviewé E3 détermine également certains critères d'évaluations en se basant sur les informations collectées : *« Lors de l'analyse de l'entreprise, notre société fait attention aux éléments comme: la stratégie de l'entreprise, la politique annuelle de l'entreprise, le comité de direction générale de l'entreprise et la structure de propriété, le secteur d'activité stratégique, la mode de distribution (vente au détail, vente de gros), la part de marché, le rapport financier. Puis, nous prenons la décision concernant l'analyse de base de l'entreprise ».* A la différence des autres interviewés E1, E2, E5, ses sources d'informations consistent aux forums, aux journaux, aux publications de

l'entreprise cible, à la COB, aux enquêtes auprès des parties prenantes de la firme. Cela aide l'interviewé E3 à collecter beaucoup d'informations concernant les activités de l'entreprise cible, y compris les informations diffusées par les parties prenantes. A partir de cela, outre les indicateurs financiers, cet interviewé peut définir les indicateurs extra financiers.

De même que l'interviewé E3, l'interviewé E4 propose également quelques indicateurs extra-financiers afin d'évaluer l'entreprise cible. Ces indicateurs sont déterminés à partir des sources d'information telles que journaux; rencontres directes avec les dirigeants de la firme, et ses parties prenantes; forums.

En réalité, outre la dimension financière, les deux interviewés (E3, E4) formulent les évaluations et les scénarios concernant l'évolution de l'entreprise cible sur différentes dimensions extra-financières. Quant à chaque dimension, ils analysent et agrègent les évaluations des parties prenantes de la firme. A travers une séance de travail collectif, ils peuvent synthétiser toutes les images de la firme sur plusieurs dimensions dans le contexte changeant. Cela les aide à avoir une vision synthétique sur la réputation de la firme et à préparer leurs décisions d'investissement de façon rationnelle. L'interviewé E3 le confirme : *“À partir de ces rencontres, nous pouvons formuler les scénarios hypothétiques. Puis, nous avons une séance de travail collectif pour proposer des évaluations de développement. Donc, nous pourrions prendre des décisions d'investissement rationnelles”*.

Pendant ce temps, l'interviewé E5 évalue également l'entreprise cible en se basant sur les dimensions extra-financières. Il a du mal à collecter les informations concernant les activités stratégiques de la firme : *“Nous réalisons une analyse de secteur de façon générale. Selon moi, l'analyse de secteur comporte beaucoup d'informations. Mais l'analyse de l'entreprise cible est difficile, car elle possède peu d'informations.”*. Cela rend difficile les évaluations et les scénarios hypothétiques de l'entreprise cible sur les dimensions extra-financières. Cette difficulté provient de la collecte et de l'exploitation des informations concernant les activités stratégiques de la firme : *« Ensuite, nous analysons les plans des activités de l'entreprise. Pour cette analyse, nous collectons les informations dans les rapports des actionnaires, rapports annuels. Ces rapports montrent souvent l'évaluation du plan d'affaire de l'entreprise cible de l'année dernière et l'orientation de l'année prochaine»*. Dans ce contexte, l'interviewé E5 ne définit que les indicateurs extra-financiers en se basant sur les rapports de l'entreprise cible sans tenir compte des évaluations des autres parties prenantes de la firme. De plus, il privilégie les indicateurs financiers à ceux extra-financiers. Par conséquent, l'interviewé E5 a rencontré des difficultés à agréger les évaluations des autres parties prenantes de la firme sur son image/ sa réputation sur les différentes dimensions extra-financières.

Nous en déduisons que les investisseurs Vietnamiens s'appuient sur les évaluations de parties prenantes afin de définir les indicateurs relatifs aux activités de l'entreprise cible tels que les indicateurs de commerce, ceux de production, ceux de gouvernance, ceux technologiques, ceux sociaux. Autrement dit, notre hypothèse peut être partiellement validée : *« Il est possible de caractériser l'image/la réputation de l'entreprise par les indicateurs »*. En effet, cette conclusion n'est pas convaincante car certaines interviewés (E1, E2) ne se rendent pas compte

qu'ils sont en train de reprendre les informations diffusées par les parties prenantes de l'entreprise cible. De plus, les interviewés (E1, E2, E3, E4) n'exploitent pas toutes les sources d'informations disponibles de la firme telles que réseaux sociaux, les sites de recommandation, sites de recrutement. Ainsi, les investisseurs Vietnamiens semblent ne pas avoir un processus de collecte et d'exploitation d'information concernant l'entreprise cible de façon efficace, notamment les informations relatives aux activités stratégiques de la firme diffusées par les parties prenantes. En outre, l'interviewé E5 semble exploiter seulement les sources d'informations publiées par l'entreprise cible et la COB. Cela le conduit à trouver peu d'informations relatives aux activités stratégiques de la firme publiées par les parties prenantes de cette dernière. D'ailleurs, les investisseurs Vietnamiens peuvent uniquement évaluer si l'évolution de la compétence et celle de la capacité de mobilisation de ressources peuvent répondre aux engagements stratégiques de l'entreprise cible dans le contexte changeant d'aujourd'hui. Néanmoins, ils ne peuvent pas évaluer si la compétence de l'entreprise cible et la mobilisation de ses ressources s'adaptent aux contraintes et aux attentes des parties prenantes de la firme. Cela révèle que les investisseurs Vietnamiens ne tiennent pas compte préalablement des attentes et des contraintes des parties prenantes de la firme lors du processus d'investissement.

4.3 La pratique de la prise de décisions d'investissement

4.3.1 La prise de décision d'investissement rationnelle

A travers nos entretiens, nous constatons que les investisseurs Vietnamiens semblent privilégier les indicateurs financiers à ceux extra-financiers lors de leur évaluation de l'entreprise cible. En effet, l'interviewé E1 s'intéresse à se focaliser sur les critères financiers et la mesure de la performance financière de la firme. Cet interviewé n'a pas de méthode d'évaluation de l'image/ de la réputation de la firme. Cela rend difficile sa prise de décision d'investissement : *«Lors de l'évaluation de la banque PG, notre entreprise et une entreprise étrangère ont reçu leur dossier en même temps. Il faut noter que la banque PG comprend 80 branches au Vietnam. Nous appliquons la méthode d'analyse financière pour évaluer cette entreprise tandis que l'entreprise étrangère (Singapour) a donné 30 milliards de dongs à chaque branche. Puis, elle a acheté cette banque au prix de 2400 milliards de dongs. La raison d'échec de notre entreprise dans ce cas là est que nous n'avons pas proposé une méthode d'analyse correcte de la valeur de la marque de la banque PG dans les marchés. En plus, notre capacité financière était limitée. Et, l'entreprise étrangère a efficacement évalué l'image ou la réputation de la banque PG»*. Dans ce contexte, l'interviewé E1 ne peut pas déterminer l'interaction entre l'attrait financier et l'image/ la réputation de la firme.

L'interviewé E2 dit : *« Tout d'abord, nous nous focalisons sur les informations relatives aux aspects financiers de l'entreprise cible. Ensuite, nous prenons en compte les aspects de gouvernance, notamment la vision de dirigeant. Enfin, nous nous intéressons aux informations concernant les aspects de production, de marketing de la firme»*. La méthode hiérarchisée est formée en fonction de la perception de cet interviewé sur le rôle de l'image/ la réputation de l'entreprise cible lors de son évaluation de la valeur de la firme. L'interviewé E2 n'apprécie pas l'importance de l'image/la réputation de la firme dans sa prise de décision

d'investissement. Selon lui, les entreprises Vietnamiennes et la loi Vietnamiennne ne mettent pas en avant la protection de la marque de la firme. Ainsi, le rôle de la marque et celui de la réputation de l'entreprise cible n'affectent pas effectivement le prix des titres ou la valeur de la firme sur les marchés financiers. L'interviewé E2 nous dit que : « Néanmoins, il existe de nombreux phénomènes de contrefaçons au sein des entreprises Vietnamiennes. Par exemple : La marque de l'eau de source Aquafina, très connue au Vietnam, est imitée par les contrefaçons en remplaçant la lettre « f » par lettre « t » ou « l » : Aquatina ou Aqualina. La propriété intellectuelle Vietnamiennne n'est pas encore strictement protégée par la loi. Ainsi, l'image de l'entreprise ne joue pas un rôle important dans les prises de décision. Cela est totalement contraire aux marchés des pays développés ». Ainsi, l'interviewé E2 pense qu'il y a peu d'interaction entre l'attrait financier et l'image/la réputation de l'entreprise cible sur les marchés financiers Vietnamiens.

L'interviewé E3 nous montre sa hiérarchie des critères d'évaluation lors de son évaluation d'une entreprise cible « Premièrement, l'indicateur financier est prédominant car l'entreprise gagne des bénéfices, Deuxièmement, la gouvernance d'entreprise est un facteur très important dans la prise des décisions d'investissement pour les investisseurs institutionnels. Les propriétaires de l'entreprise sont motivés par le développement de l'entreprise. Cela aide l'entreprise cible à mettre en œuvre le développement à long terme. Nous évaluons ensuite les facteurs de production, de vente. Et enfin, nous nous intéressons au problème social par la suite. ». Cette opinion semble correspondre à l'opinion de l'interviewé E4. De même, ce dernier pense que : « En réalité, nous nous intéressons bien aux indicateurs financiers. Si la performance financière de l'entreprise est bonne, nous investissons. Ensuite, la bonne gouvernance de la firme attire notre confiance pour la prise des décisions d'investissement. Les autres critères servent uniquement à la performance de la firme. Si l'entreprise mène à bien les faits, la performance de l'entreprise est assurée ».

A la différence des autres interviewés, l'interviewé E3 a une vision très marquée sur l'interaction entre l'attrait financier et l'image/la réputation de l'entreprise cible : « Dans certains cas, quelques entreprises veulent se développer à court terme en vue d'obtenir des profits. Donc, elles abandonnent des stratégies de développement durable et les responsabilités durables. Nous n'apprécions pas ces entreprises. Par exemple: Il existe quelques rumeurs que Vinamilk utilise du lait sale. Si Vinamilk fournit du lait sale, l'entreprise devra reprendre ses produits et présenter ses excuses devant le public puis indemniser ses clients. Donc, Vinamilk pourrait subir une perte cette année et perdre la confiance du public. Cela lui permet à bénéficier des profits à court terme. Pourtant, si Vinamilk veut avoir les profits à long terme, la société ne doit pas réaliser ces faits ». A partir de cela, l'interviewé E3 nous montre que la réputation de la firme affecte effectivement l'attrait financier. En parallèle, cette vision reflète une interaction stricte entre la valeur incorporelle (valeur des marques, valeur de la réputation) et la valeur corporelle (l'attrait financier) ce que l'interviewé E3 a analysé pour prendre sa décision.

L'interviewé E4 ne partage pas ses expériences concrètes sur l'interaction entre l'attrait financier et l'image/la réputation de la firme.

L'interviewé E5 a une hiérarchie différente des critères d'évaluation par rapport aux interviewés (E2, E3, E4). De même que les autres interviewés, cette personne privilégie les indicateurs financiers par rapport à ceux extra-financiers. L'interviewé E5 privilégie les indicateurs concernant le commerce, la production par rapport aux indicateurs de la gouvernance : *« Nous hiérarchisons les critères d'évaluation de l'entreprise cible selon l'ordre suivant :*

- Indicateurs financiers
- Indicateurs du chiffre d'affaire, des activités de production.
- Gouvernance d'entreprise
- Stratégie marketing
- Responsabilité sociale

« Nous ne nous intéressons pas aux activités concernant la responsabilité sociale car cette dernière porte les caractéristiques de marketing. Ainsi, ce critère n'affecte pas notre prise de décision. Nous nous appuyons largement sur les indicateurs financiers pour évaluer la performance financière, notamment les opérations de financement et celles d'investissement de l'entreprise cible sur les marchés financiers et les marchés de biens et de services. Cela nous aide à évaluer si l'entreprise cible est rentable et en croissance. Ensuite, nous nous intéressons aux indicateurs des activités de production, à ceux du chiffre d'affaire de la firme. Nous ne choisissons pas une entreprise qui s'exerce en dehors des secteurs de base pour investir ».

La méthode de hiérarchisation reflète la vision de l'interviewé E5 dans l'évaluation de la valeur de la firme. En réalité, cet interviewé pense que les marques de la firme et sa réputation ne sont pas encore pertinents au Vietnam. Car il existe peu d'entreprises avec une grande valeur de marques et de réputation. Aussi, l'interviewé E5 se focalise sur l'analyse de la valeur corporelle en se basant principalement sur l'analyse financière. Cela explique pourquoi il a du mal à évaluer la valeur incorporelle (celle des marques et celle de l'image/ de la réputation). Cette difficulté provient également de l'absence de collecte d'informations concernant l'entreprise cible et son environnement.

Néanmoins, l'interviewé E5 se rend compte de l'impact de la réputation sur la valeur de l'entreprise : *« La valeur intangible de l'entreprise exerce des impacts sur la valeur des actions de façon variée. Dans certains cas, cet effet se produit immédiatement et a un impact fort. Dans d'autres cas, elle a un impact après un certain temps. Par conséquent, il est difficile d'évaluer la valeur intangible de l'entreprise ».* Il n'indique donc pas clairement l'influence des aspects

Nous constatons que les investisseurs Vietnamiens privilégient les critères financiers par rapport à ceux extra-financiers. Cela explique pourquoi certains interviewés ne prennent pas en compte le rôle des critères extra-financiers dans leur processus d'investissement. Cela les conduit à ignorer les informations relatives aux activités stratégiques de l'entreprise cible. Il faut noter que ces informations sont diffusées par les parties prenantes de la firme. A partir de cela, les investisseurs ne peuvent pas évaluer l'interaction entre l'attrait financier et l'image/la réputation de la firme. Cela nous conduit à tirer la conclusion selon laquelle notre troisième

hypothèse n'est pas validée: ***“Il existe une interaction entre les indicateurs financiers et les indicateurs d'image”.***

4.3.2 La prise de décision d'investissement irrationnelle

Dans les entretiens, les investisseurs institutionnels Vietnamiens soulignent l'importance des aspects psychologiques ou la finance comportementale dans leur prise de décisions sur les marchés financiers. Cela est confirmé par l'interviewé E4 : « Toutefois, ils sont affectés par la *mentalité de troupeau*. Leurs décisions d'investissement ne s'appuient largement que sur les transactions d'un indicateur. Les investisseurs ne peuvent pas compter sur une analyse macroéconomique, une analyse de secteur ou une analyse d'entreprise pour prendre des décisions. Par exemple: Certains investisseurs ont vendu des actions de AAA d'une valeur de 19,000 dongs. D'autres investisseurs ont également vendu à une valeur de 19.000 dongs».

Dans ce contexte, certains investisseurs mettent en œuvre quelques méthodes d'évaluation afin de déterminer la formation de bulles spéculatives et déceler les risques et les opportunités afin de prendre les bonnes décisions. En réalité, la plupart des interviewés se focalisent sur l'impact des comportements des investisseurs sur le prix des titres de l'entreprise cible sur les marchés financiers. Néanmoins, ils semblent ne pas s'intéresser aux comportements des autres parties prenantes de la firme.

L'interviewé E1 met en avant l'aspect psychologique de troupeau sur les prises de décision des investisseurs Vietnamiens. Ainsi, il nous montre sa méthode pour déterminer la formation de bulles spéculatives pour certains titres sur les marchés financiers Vietnamiens. : *«Actuellement, nous utilisons l'analyse technique en vue de définir l'évaluation de chaque titre dans notre portefeuille d'investissement. Pour ce faire, notre société est équipée d'un module, d'un serveur et d'un disque dur enregistrant les données du marché comme le total des ventes et des achats pendant deux secondes. Cela nous permet d'avoir des signes afin de détecter les titres spéculés. Pourquoi devons- nous enregistrer les données pendant deux secondes ? Parce que nous n'avons pas de données statistiques du solde transactionnel à la fin de chaque séance de bourse. Bien que la collecte des données pendant 2 secondes rende les données lourdes, cela nous aide à voir clairement la spéculation de chaque titre Par exemple: Pour certains titres, après 2 secondes, le volume d'achat peut atteindre un grand nombre. A chaque 2 secondes, le volume d'achat augmente de quelques millions. Cela nous assure que la spéculation a lieu sans cesse. Afin de le détecter, nous avons fixé un seuil dans notre module. Donc, nous réalisons le rapport en vue de proposer le volume d'achat de 20% de la valeur totale du fonds. Nous appliquons cette stratégie au portefeuille d'investissement à court terme. Cependant, il faut également faire attention à la liquidité du marché ce qui est le plus important».* Cette méthode se base sur les données transactionnelles des investisseurs en temps réel dans les marchés boursiers. Cela oblige les investisseurs à surveiller les comportements des autres investisseurs afin de déceler la formation de bulles spéculatives de certains titres. L'interviewé E1 dit que cette méthode est appliquée pour la plupart des titres cotés en bourse Vietnamien. Néanmoins, il semble ignorer l'impact comportemental des parties prenantes de l'entreprise cible sur le prix de la firme. Il peut donc négliger certaines bulles spéculatives en termes extra – financiers. Cela conduit le prix des titres de la firme à

s'éloigner de sa valeur intrinsèque. Dans certains cas, il ne peut pas déceler les risques ou les opportunités peu probables mais qui laissent un grand impact.

L'interviewé E2 indique l'impact comportemental de troupeau sur les prises de décision des investisseurs : « Les investisseurs se préoccupent bien de ces éléments. Au Vietnam, les investisseurs ont l'habitude d'investir de manière troupeau. Par exemple: un investisseur investit et bénéficie des profits dans le secteur d'immobilisation, les autres l'imitent ». Il nous parle donc de ses propres expériences afin de déterminer la formation des bulles spéculatives pour les titres de l'entreprise cible : « Dans le passé, nous savons que beaucoup de personnes ont installé des outils de mesure dans les sites web auxquels les gens accèdent en nombre (des milliers de personnes par jour). Ces derniers posent la question si l'action va augmenter ou diminuer lors de la transaction? Cela permet d'identifier le sentiment des investisseurs vis-à-vis du prix des actions ». Cette méthode se focalise sur l'évaluation comportementale des investisseurs. Néanmoins, l'interviewé E2 dit que sa société de gestion de fonds n'a pas de méthode de détermination des bulles spéculatives. Dès lors, nous ne pouvons pas déterminer si cette méthode est pertinente.

Dans notre entretien, l'interviewé E3 pense que l'asymétrie d'information et la psychologie de troupeau sont deux éléments externes affectant sur le prix des titres de l'entreprise cible sur les marchés financiers Vietnamiens : « Nous pensons que le facteur a des impacts sur la *psychologie de l'investisseur, c'est à dire l'écho sensationnel. Comme: l'arrestation de Nguyen Duc Kien – l'ancien vice-président de la banque ACB (Banque commerciale par actions d'Asie). Le système d'information au Vietnam est asymétrique. Le monde extérieur n'a pas un accès égal à l'information. Nous ne pouvons pas juger la qualité de ces informations. Certaines personnes connaissent quelques informations qu'elles transmettent à l'extérieur. Ces informations demeurent alors des rumeurs et sont considérées comme vraies.*

Certaines personnes profitent de cet effet afin de diffuser de faux échos. Par exemple: En 2012, il y a eu une rumeur concernant M. Tran Bac Ha - Président du Conseil d'Administration de la banque BIDV. Cette information n'était pas correcte, mais elle a provoqué la baisse du marché. Il est clair que la publication des informations du Vietnam n'est pas strictement contrôlée. La cause profonde en est l'asymétrie de l'information.

Nous pensons qu'il s'agit d'une mentalité de troupeau. C'est l'activité des investisseurs étrangers, notamment des fonds d'investissement ETF et même des investisseurs nationaux. Les investisseurs étrangers subissent la domination de ceux de leur pays. Les facteurs externes affectent les investisseurs étrangers sur leur marché. Par exemple: la guerre syrienne, les paquets de stimulation économique de grands pays tels que le paquet Abenomics du Japon. Tous ces facteurs ont un impact sur le prix des titres au Vietnam. Dans certains cas, les fonds ETF étrangers ont du payer leur marché. Par conséquent, ils ont été obligés de vendre des actions sur le marché boursier du Vietnam afin de reprendre l'argent. Les investisseurs vietnamiens, connaissant la situation, vendent aussi leurs actions à la suite. Ainsi, la mentalité de troupeau se forme dans le marché du Vietnam.

En outre, les investisseurs domestiques ont de bonnes ressources financières et prennent connaissance des informations sur l'entreprise. Ils vont utiliser ces capacités pour créer des pièges sur le marché visant à attirer de l'argent auprès d'autres investisseurs».

Actuellement, la société de gestion de fonds de l'interviewé E3 n'a pas une méthode de détermination de la formation de bulles spéculatives. Néanmoins, cet interviewé nous indique une méthode pour éviter la conséquence des bulles spéculatives : « En fait, les grands investisseurs, disposent de la force financière, avec une équipe dirigeant le marché boursier, *et s'adressent souvent aux actions sur lesquelles ils peuvent avoir des impacts sur l'offre et la demande d'actions. Généralement, ces actions possèdent une faible capitalisation et peu de liquidités sur le marché, une faible quantité d'inscription sur le marché (flottant). En outre, ces actions portent une mutation forte des revenus et des bénéfices. Elles sont souvent situées dans des domaines tels que l'immobilier, la construction ...* .Par exemple, les actions de PVA (*Société de la Construction pétrolière et gazeux*). *Il s'agit d'une petite action, devenue un piège pour de nombreux investisseurs. Ce phénomène s'est produit très fréquemment il y a 2-3 ans*». Cette méthode aide l'interviewé E3 à éviter certains risques imprévisibles dans son processus d'investissement. Néanmoins, elle peut négliger certaines opportunités d'investissement lors de sa mise en œuvre.

L'interviewé E4 montre plusieurs aspects psychologiques affectant le prix des titres sur les marchés financiers Vietnamiens. En particulier, il souligne l'impact de la psychologie de troupeau sur le prix des titres de l'entreprise cible. Ainsi, l'interviewé E4 conçoit une méthode de surveillance des comportements des investisseurs sur les marchés boursiers : « Quand nous investissons une action, son prix sera différent de la valeur intrinsèque que nous évaluons. Par conséquent, nous allons prendre en compte les fluctuations de prix. En fait, nous ne sommes pas le seul investisseur sur les marchés. Par conséquent, nous devons surveiller la psychologie des autres investisseurs». Néanmoins, cet interviewé ne partage pas concrètement sa méthode avec nous.

L'interviewé E5 semble ne pas s'intéresser effectivement à la finance comportementale ainsi qu'aux phénomènes comportementaux sur les marchés financiers : « Nous faisons attention aux rumeurs sur l'entreprise lors de la prise des décisions d'investissement. Cependant, nous les considérons seulement après les informations relatives aux performances financières et aux activités stratégiques de l'entreprise cible». Cet interviewé se base principalement sur la théorie de la finance néoclassique afin d'évaluer la valeur de la firme sans tenir compte du rôle de la finance comportementale: « En fait, nous nous reposons sur une théorie financière *afin d'évaluer la valeur des actions. Pour l'évaluation du prix des titres sur le marché boursier, nous estimons les bénéfices attendus pour des titres de l'entreprise cible. Nous définissons deux niveaux : l'un pour déterminer le prix de vente en reprenant les bénéfices, l'autre pour déterminer le prix d'achat* ». Ainsi, cette personne semble ne pas apprécier les incertitudes sur les marchés financiers.

Les interviewés (E1, E2, E3, E4) s'intéressent aux éléments externes affectant le prix des titres de l'entreprise cible, notamment le phénomène de la psychologie de troupeau. Dans certains cas, certains interviewés (E1, E4) développent des méthodes de détermination de la

formation de bulles spéculatives diverses. Ces méthodes sont utilisées pour surveiller les comportements des investisseurs sans tenir compte des comportements des autres parties prenantes de la firme. D'ailleurs, l'interviewé E3 développe une méthode pour éviter les conséquences de bulles spéculatives. Cette méthode conduit les investisseurs à ignorer certaines opportunités d'investissement dans le contexte changeant. Ce sont les deux méthodes principales utilisées par les investisseurs Vietnamiens pour faire la gestion d'imprévisible sur les marchés financiers Vietnamiens.

4.4 Synthèse

A travers nos entretiens, la plupart des interviewés (E1, E3, E4) disent utiliser alternativement deux méthodes de prise de décision (rationnelle et irrationnelle) lorsqu'ils envisagent une entreprise cible. En principe, la méthode de prise de décision rationnelle est conçue en se basant sur les évaluations de la valeur de la firme. Pendant ce temps, la méthode de prise de décision irrationnelle oblige les investisseurs à détecter et faire la gestion des phénomènes de comportements d'acteurs sur les marchés financiers, notamment les investisseurs de façon rapide et efficace.

Néanmoins, chaque interviewé développe une méthode de prise de décision rationnelle ainsi que irrationnelle. En effet, pour évaluer l'entreprise cible, l'interviewé E1 s'appuie plus sur les aspects financiers alors que les deux interviewés E3, E4 se basent sur tous les aspects financiers et extra-financiers. De plus, les deux interviewés E3, E4 privilégient les aspects financiers par rapport à d'autres aspects extra-financiers. Quant au critère d'évaluation (financier ou extra-financier), chaque interviewé propose sa propre hiérarchie.

Quant à la méthode de prise de décision irrationnelle, les interviewés E1, E3, E4 mettent en avant l'importance des phénomènes psychologiques de troupeau affectant le prix de titres sur les marchés financiers. En outre, l'interviewé E3 prend en compte les phénomènes de l'asymétrie d'information dans son processus d'investissement. Pendant ce temps, outre les phénomènes psychologiques de troupeau, les deux interviewés E1, E4 ne montrent pas en détail d'autres éléments extérieurs affectant le prix de titres dans le contexte changeant. A travers l'évaluation des éléments extérieurs, chaque interviewé propose sa propre méthode de la prise de décision irrationnelle. L'interviewé E3 minimise les conséquences de risques en évitant les titres qui sont susceptibles de spéculation. Pendant ce temps, les interviewés E1, E4 proposent des méthodes de surveillance des comportements des investisseurs sur les marchés financiers Vietnamiens. Tandis que l'interviewé E4 ne partage pas concrètement sa méthode, l'interviewé E1 se focalise sur la détermination de signes précoces constituant potentiellement les bulles spéculatives sur les marchés financiers. En réalité, l'interviewé E1 se base uniquement sur les données transactionnelles des investisseurs sur les marchés financiers. Cette personne semble ne pas s'intéresser aux comportements d'autres parties prenantes de l'entreprise cible. Cela la conduit à se confronter à certains risques dans le contexte changeant.

A travers notre entretien, l'interviewé E3 se base sur la méthode de prise de décision d'experts dans son processus d'investissement. Pour ce faire, sa société de gestion de fonds s'appuie sur

3 critères d'évaluation et propose un taux de hiérarchisation afin de prendre la décision d'investissement: « *La méthode d'expertise se fonde sur trois critères principaux : le point de liquidité, le point de base et l'expert. L'analyse fondamentale fera apparaître les points de base. L'analyse technique précise le point de liquidité. Finalement, nous nous intéressons au point d'évaluation d'experts. D'abord, notre société va identifier le nombre d'actions à acheter, ce qui est appelé "room". Puis, nous allons décider le prix et la proportion. Cette proportion peut représenter le prix de bourse par rapport au prix du marché. Afin d'identifier le nombre d'actions à acheter, nous allons trouver les éléments importants. Normalement, la liquidité joue un rôle principal dans l'identification du nombre d'action à acheter. Le point de liquidité atteint 50% dans notre prise de décision d'investissement. Le point de base atteint 30% tandis que le point d'experts représente 20%. Donc, nous n'avons pas d'équipe d'enquête pour rencontrer directement les dirigeants de l'entreprise cible. Nous collectons les informations sur l'entreprise cible sur l'internet pour prendre la décision d'investissement. Le point d'experts n'est pas significatif. Mais nous devons faire attention à ce point car nous prenons en compte souvent les points concernant le secteur. À partir de cela, nous obtenons la note synthétique de ce type d'action* ». Selon lui, la mise en œuvre de cette méthode est efficace au Vietnam. Néanmoins, cet interviewé partage sa préoccupation sur l'efficacité et les perspectives de cette méthode dans l'avenir.

Au contraire, les interviewés E1, E4 ne partagent pas leur taux de l'hiérarchisation pour les critères d'évaluation rationnels et ceux irrationnels dans leur processus d'investissement.

D'autre part, l'interviewé E2 prend connaissance de l'importance des aspects comportementaux sur la prise de décision d'investisseurs. Sa société de gestion de fonds n'a pas de méthode de surveillance des comportements d'acteurs et de gestion de l'imprévisible sur les marchés financiers. Dans ce contexte changeant, l'interviewé E2 continue à utiliser la méthode de prise de décision rationnelle en se basant sur l'analyse financière. Cela le conduit à se confronter à plusieurs difficultés dans la détermination de risques ou des opportunités.

De même que l'interviewé E2, l'interviewé E5 privilégie la méthode de prise de décision rationnelle à celle irrationnelle. Il semble ne pas disposer d'une méthode de collecte et de gestion des éléments extérieurs affectant le prix des titres sur les marchés financiers. Cela conduit l'interviewé E2 à rencontrer certaines difficultés dans la gestion des risques imprévisibles.

A partir de tels constats, les investisseurs Vietnamiens semblent privilégier la méthode de la prise de décision rationnelle à celle irrationnelle. De ce fait, ils peuvent rencontrer plusieurs incertitudes dans le contexte changeant d'aujourd'hui. Ils ont donc besoin d'une méthode efficace de gestion des risques imprévisibles afin de les détecter assez tôt et de réagir rapidement aux éléments externes pour préserver leur intérêt. A partir de cela, nous avons intérêt à développer un système d'aide à la décision pour les investisseurs Vietnamiens. Ce système sera présenté dans la partie suivante de notre thèse.

Section II: Notre méthode : Le cycle de renseignement - Applications dans une entreprise Aquacole Vietnamienne

Dans le contexte changeant d'aujourd'hui, les investisseurs institutionnels, notamment au Vietnam ont du mal à détecter les nombreuses incertitudes (risques et opportunités) dans leur processus d'investissement. Cela peut avoir des conséquences graves. Ces problèmes proviennent souvent du manque de méthode de qualification des informations, d'une absence de synchronisation d'informations dans le processus d'investissement. D'ailleurs, les approches traditionnelles des prévisionnistes financières et analystes financières mises en œuvre ont été mises en défaut : la crise financière que nous traversons correspondant à un choc difficilement prévisible même s'il fait l'objet d'une rationalisation à posteriori. Ainsi, les investisseurs institutionnels vietnamiens semblent ne pas disposer d'une méthode de gestion des risques imprévisibles.

A partir de ces observations, notre objectif est de proposer un système de renseignement financier et des techniques de gestion de l'imprévisible. Notre modèle se compose de deux cycles de renseignement financier différents et complémentaires. Le premier cycle joue un rôle d'identification et de détection des opportunités permettant à l'investisseur de sélectionner l'entreprise potentielle pour investir efficacement. Après l'acquisition des titres de l'entreprise cible, le deuxième cycle doit contribuer à anticiper les risques et les menaces pour éviter les conséquences indésirables concernant leur investissement. Ces deux cycles de renseignements financiers, ayant la même approche, constituent le système d'aide à la décision de l'intelligence financière.

Ce système d'aide à la décision de l'intelligence financière ou encore appelé système de renseignement financière consiste en 3 phases différentes :

- (Phase I) Evaluation préliminaire : La première phase a pour but de formuler une évaluation préliminaire de l'appel d'offre d'investissement pour une décision go/no go. Pour ce faire, les investisseurs institutionnels, notamment les gérants de portefeuilles envisagent les éléments suivants : la conformité de l'entreprise cible à leur stratégie d'investissement et le positionnement de la firme par rapport à ses domaines d'activités stratégiques.
- (Phase II) Analyse approfondie : La deuxième phase permet d'élaborer la réponse à appel d'offre d'investissement. Elle consiste en une analyse approfondie assurée par une équipe d'investissement. Dans cette phase, les gérants de portefeuilles étudient et affinent des solutions techniques concernant les propositions d'investissement. La solution adoptée au final est mise en forme pour s'adapter aux critères d'investissement des gérants de portefeuilles ainsi que de leur société.
- (Phase III) Décision finale : La dernière phase est la clôture de la réponse à appel d'offre d'investissement. Elle impose à la société de gestion de fonds d'organiser le retour d'expérience.

Notre méthode consiste à appliquer un cycle de renseignement à chacune des étapes constitutives de chaque phase II et III comme indiqué la figure ci-après.

Système de Renseignement d'Intelligence Financière (IF)

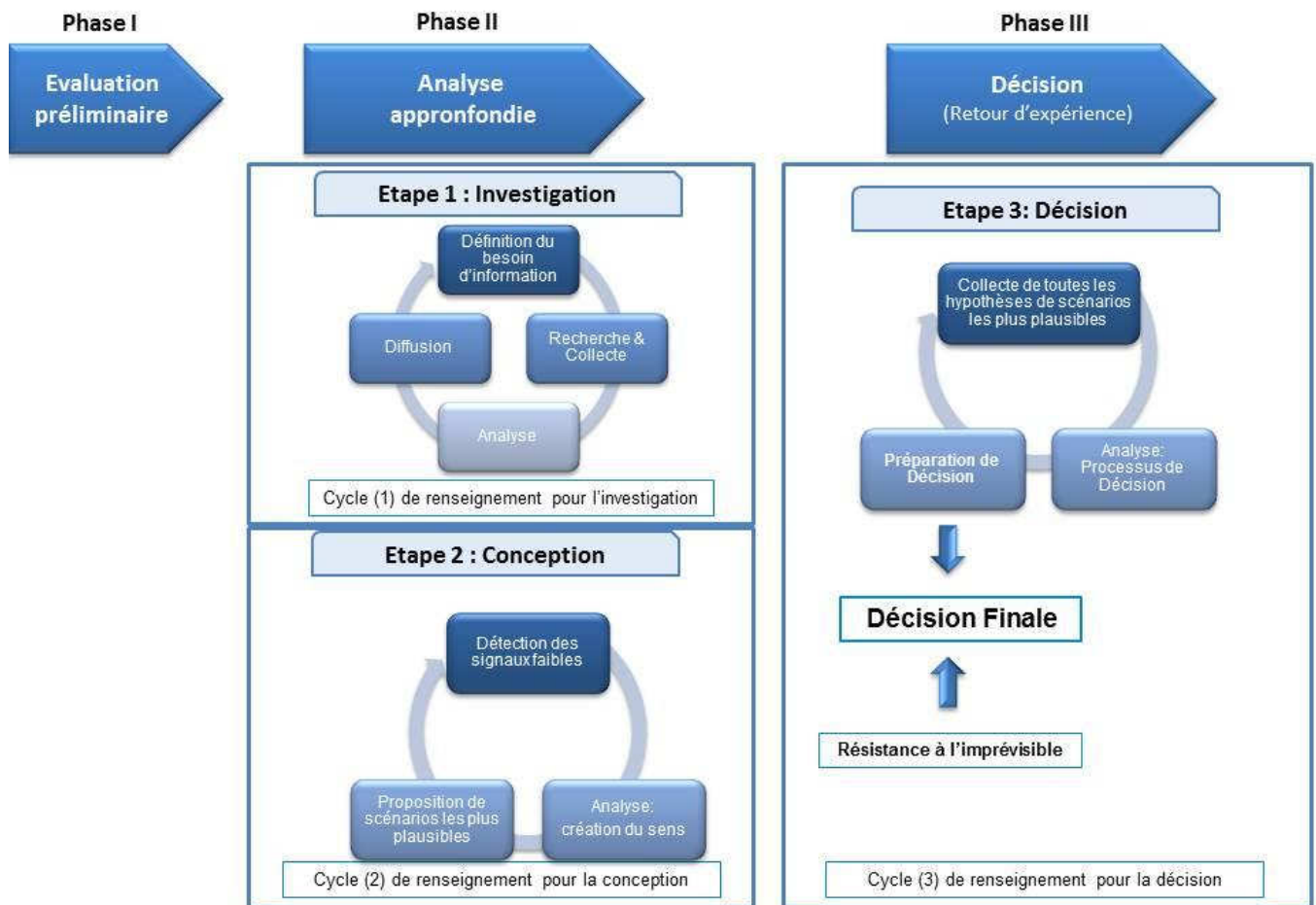


Figure 40 : Système de renseignement d'intelligence financière

Chaque acteur des investisseurs institutionnels (veilleurs, analystes et gérants de portefeuilles) est concerné dans l'utilisation appropriée des techniques et des outils de l'intelligence économique. Toutes les étapes s'enchaînent et se synchronisent à travers la technique de gestion de connaissance. Il faut noter que notre méthode se concentre à évaluer l'évolution de la valeur de l'entreprise cible, surtout la valeur incorporelle (image/réputation) dans le contexte changeant plein d'incertitudes.

Pour renforcer les choix de prise de décision d'investissement, nous nous inspirons de l'idée de la gestion des risques imprévisibles proposée par Taleb. Cela impose de déterminer l'origine des incertitudes (positif ou négatif) et leur degré d'impacts sur l'entreprise cible en se basant sur leur hiérarchie des critères d'évaluation. En réalité, ces incertitudes proviennent souvent du biais cognitif au sein des acteurs sur tous les marchés (marchés financiers; marchés de biens et de services). Pour évaluer les tendances d'incertitudes, nous utilisons une méthode d'analyse de la polarisation.

En outre, nous complétons notre méthode de gestion d'imprévisibles en utilisant l'approche de force de situation (François Julien) ou de l'art de la guerre (Sun Tzu). Cet apport a pour but d'évaluer la résistance aux risques imprévisibles de l'entreprise cible. Plus concrètement, cette

méthode permet de déterminer si l'entreprise cible possède des conditions favorables face à des situations d'incertitude. Dans cette méthode, la réputation devient une mesure nécessaire pour évaluer les forces de situation apportées par les parties prenantes de l'entreprise cible.

Dans notre thèse, nous nous focalisons sur la deuxième et la troisième phase de ce système pour concevoir notre modèle d'aide à la décision d'investissement dans le contexte changeant. Pour illustrer l'efficacité de notre modèle, nous avons effectué une étude de cas portant sur la société par action de **Vinh Hoan**

Voici notre méthode: le cycle de renseignement financier :

1 Rappel des informations intéressantes relatives à l'entreprise cible issues de la première phase

Dans la phase d'évaluation préliminaire de l'appel d'offre d'investissement pour une décision go/no go, les investisseurs institutionnels collectent certaines informations pertinentes pour préparer les évaluations dans la deuxième phase (analyse approfondie) du processus de la méthode d'aide à la décision de l'intelligence financière. Ces informations leur permettent de comprendre les trajectoires stratégiques de l'entreprise cible et ses segmentations stratégiques dans le passé ainsi que dans le présent. A partir de cela, les investisseurs institutionnels peuvent déterminer leur stratégie dans la définition de leurs besoins d'informations pour l'évaluation de l'entreprise cible.

Plus concrètement, ils peuvent hiérarchiser les domaines d'activités stratégiques à surveiller dans la phase suivante. Dans ce contexte, nous avons intérêt à rappeler brièvement les informations exploitées dans la phase d'évaluation préliminaire de l'appel d'offre d'investissement pour une décision go/no go

1.1 Comprendre les trajectoires stratégiques de l'entreprise cible

Tout d'abord, les investisseurs doivent collecter les informations concernant l'entreprise cible afin de comprendre ses trajectoires stratégiques ainsi que les contraintes et les attentes des parties prenantes. Ce travail les oblige à étudier les événements et les choix liés au contexte de l'entreprise dans le passé. A partir de cela, les investisseurs devraient prendre en considération les points de vue des dirigeants associés à l'engagement de l'entreprise (politiques, décisions et orientations).

Ainsi, les investisseurs devraient créer la connaissance à partir des informations obtenues puis traitées pour comprendre les aspects stratégiques suivants :

1. La mission, les métiers et les objectifs de l'entreprise cible :

+ La mission de l'entreprise: Selon Olivier Meier, "la mission ou vocation de l'entreprise reflète les finalités de l'entreprise". A travers la mission de l'entreprise cible, les investisseurs peuvent connaître l'orientation générale de l'entreprise, ses métiers, son appartenance

professionnelle et son identité. En fait, les dirigeants de l'entreprise cible formulent souvent leurs points de vue en lien avec le développement de l'entreprise ainsi que l'héritage du passé (des décisions antérieures, les grands événements dans le passé). Ainsi, la mission définit généralement en quelques lignes la vision de l'entreprise sur ce qu'elle apporte aux marchés et sur ce qu'elle doit faire dans l'avenir. En surveillant le développement de l'entreprise cible, les investisseurs peuvent identifier un écart entre les engagements annoncés dans le rapport annuel et sa mise en œuvre. Cet écart influence directement les décisions des investisseurs.

- + Les métiers, le domaine d'activité stratégique de l'entreprise : Les informations relatives aux choix des métiers de l'entreprise cible aident les investisseurs à déterminer leur politique d'investissement, la mobilisation des ressources que l'entreprise doit privilégier. L'écart détecté entre ses engagements annoncés et sa mise en œuvre peut impacter sur la prise de décisions des investisseurs.

- + Structure, organisation et identité de l'entreprise: Les investisseurs ont intérêt à comprendre l'organisation de l'entreprise cible, son fonctionnement et les choix stratégiques qui ont été faits, les adaptations structurelles, les ruptures éventuelles et leurs conséquences sur les valeurs et l'identité de l'entreprise. Ces informations permettent aux investisseurs d'évaluer l'efficacité technique et économique de l'entreprise cible et de déterminer le degré de l'évolution de son capital.

- + La culture de l'entreprise: Les investisseurs peuvent détecter certaines incertitudes en remettant en cause le système de valeurs de l'entreprise. Cela peut avoir un grand impact sur l'évolution des perspectives de l'entreprise cible.

Pour comprendre la culture de l'entreprise, ils s'intéressent aux informations suivantes:

- L'histoire de l'entreprise: Ces informations peuvent expliquer les choix et comportements de l'entreprise cible.

- Le tissu culturel de l'entreprise: Les investisseurs peuvent identifier le paradigme de la firme (système de convictions) et plusieurs éléments constitutifs d'une culture, comme les rites, les mythes, les symboles, les systèmes de contrôle, ainsi que les structures organisationnelles et de pouvoir.

2. La stratégie de l'entreprise cible:

Les informations concernant la stratégie mise en œuvre dans le passé permet d'avoir un repère afin de déterminer le développement de l'entreprise cible dans le contexte actuel et futur. A partir de cela, les investisseurs peuvent cerner certaines incertitudes qui peuvent influencer l'entreprise cible sur les marchés réels (marchés de biens, et de services) et sur les marchés financiers en confrontant sa stratégie poursuivie à ce que l'entreprise est en train d'entreprendre. On peut citer 3 orientations principales : la spécialisation, l'intégration verticale et la diversification.

3. Les modalités de croissance des activités

Trois principaux modes de développement sont à la disposition de l'entreprise, pour réaliser ses objectifs de croissance: la croissance interne, la croissance externe (fusion, acquisition, prise de participation) et enfin la croissance conjointe (à travers des alliances stratégiques).

Les investisseurs s'intéressent également à déterminer la modalité de croissance des activités de l'entreprise cible. Ces informations les aident à déterminer ses forces et ses faiblesses dans le passé. Après avoir collecté plus d'informations concernant les activités de l'entreprise cible, ils peuvent évaluer si la modalité de croissance des activités est favorable. Cela permettra aux investisseurs de préparer les décisions d'investissement.

4. Le degré d'internationalisation des activités

Les informations relatives au degré d'internationalisation de l'entreprise cible permettent aux investisseurs de comprendre les avantages et les inconvénients de la position de la firme à l'international, notamment en termes de répartition du chiffre d'affaires, de rationalisation des moyens (production/logistique), de complexité des opérations ou de gestion des risques spécifiques (risque pays, risque de change...). Cela les aide à avoir une opinion des perspectives de l'entreprise cible sur des territoires différents de ceux de son marché national.

1.2 La segmentation stratégique de l'entreprise cible

La connaissance sur l'entreprise cible (mission, métiers, organisation, identité) ne peut être obtenue efficacement que si les investisseurs ne se limitent qu'à porter leur analyse sur chaque domaine d'activité stratégique (DAS). Ils peuvent déterminer le niveau, la stabilité et la qualité de la performance de chaque DAS. Cette connaissance leur permettra également de déterminer la position stratégique actuelle ainsi que les perspectives de l'entreprise cible sur les marchés réels et les marchés financiers.

Selon D.F.Abell, J.S.Hammond et G.S.Day, les investisseurs peuvent découper les activités de l'entreprise cible en se basant sur les 4 dimensions suivantes :

- Les groupes de clients concernés, définis selon le cas par des critères socioprofessionnels, démographiques, géographiques...
- Les fonctions remplies par le produit,
- La nature des technologies utilisées pour satisfaire ces fonctions,
- Le(s) niveau(x) de production - distribution auquel(s) se situe l'entreprise.

La segmentation stratégique ainsi obtenue permet de conduire un diagnostic de compétitivité, chose impossible si l'on prend d'emblée l'entreprise dans son ensemble... à moins qu'elle ne soit constituée que d'un seul DAS. Grâce à la segmentation stratégique obtenue, les

investisseurs peuvent faire un diagnostic pertinent de la compétitivité, de la finance et de l'environnement. Ce travail les aide à bien préparer leurs décisions d'investissement.

Les facteurs clés de succès d'un segment stratégique

La connaissance d'un segment stratégique (ou DAS) se traduit tout d'abord par celle de ses facteurs clés de succès. Les investisseurs peuvent déterminer les compétences stratégiques à détenir pour procurer des avantages concurrentiels durables dans le segment analysé.

En réalité, les investisseurs posent toujours la question « Est-ce que le positionnement de l'entreprise sur un segment stratégique peut être pertinent pendant longtemps ? ». Pour répondre à cette question, ils doivent connaître les attentes des consommateurs, faire une analyse précise de la chaîne de valeur et étudier attentivement la structure des coûts du secteur et les éléments de différenciation.

Les investisseurs peuvent diviser les facteurs clés de succès comme ci-dessous :

- Les facteurs visant à maintenir la position concurrentielle de l'entreprise. Il s'agit ici des performances minimales à acquérir pour rester dans la compétition et éviter de compromettre sa position au sein de son environnement;
- Les facteurs qui visent à renforcer la position de la firme sur le marché. Ils correspondent aux compétences distinctives non partagées par les concurrents et difficilement imitables.

Ce travail n'est pas facile à entreprendre par les investisseurs, car ces facteurs clés de succès sont relatifs aux caractéristiques de l'environnement, du cycle de vie sectoriel des règles du jeu concurrentiel et des consommateurs finaux. Pour les définir, il faut se baser sur plusieurs dimensions différentes : besoins de la demande, technologie, environnement économique, commerciale, organisationnelle, ... Les investisseurs doivent aussi tenir compte de la capacité de mobiliser des ressources de l'entreprise cible face à ces facteurs clés de succès définis (conception d'offres personnalisées, maîtrise d'une technologie avancée, niveau de prix, nature des services, qualité des équipes de vente).

Ainsi, les investisseurs ne peuvent pas généraliser ces facteurs pour tous les domaines d'activité stratégique. En effet, les facteurs clés de succès du secteur d'immobilier ne sont pas applicables pour l'industrie du luxe. Dans le secteur de l'immobilier, les investisseurs peuvent prendre en compte la maîtrise des coûts, le contrôle de la sous-traitance et le respect des délais comme les facteurs clés de succès. Au contraire, la notoriété, l'image, le réseau de distribution, la qualité des produits et la relation avec les clients sont considérés comme les facteurs clés de succès dans l'industrie du luxe.

2 Investigation

Les investisseurs institutionnels, notamment les sociétés de gestion de fonds sont confrontées souvent aux problèmes de qualité d'informations collectées. Cela les conduit à commettre éventuellement les erreurs dans leurs processus d'investissement. Pour résoudre ces difficultés, les sociétés de gestion doivent concevoir un système de l'exploitation d'informations brutes de façon efficace. Cela les exige de procéder aux sous-étapes suivantes :

Tout d'abord, les sociétés de gestion de fonds doivent déterminer les besoins d'informations relatifs à l'entreprise cible et à son environnement. Une fois leurs besoins d'informations définis, ils proposent les hiérarchises de ces critères d'évaluation. Ces travaux nécessitent d'être mis en accord entre les acteurs au sein des sociétés de gestion de fonds, notamment les gérants de portefeuilles et les veilleurs.

En deuxième lieu, les sociétés de gestion de fonds mettent en œuvre un cycle de renseignement pour qualifier les informations nécessaires en se basant sur leurs besoins d'informations et leurs hiérarchies de critères d'évaluation. Pour ce faire, elles ont besoin de procéder à la recherche d'information et à la collecte, à l'analyse et à la diffusion.



Figure 41 : Cycle de renseignement pour l'investigation

Les phases de cette étape sont présentées comme ci-dessous :

2.1 Les définitions du besoin d'information des investisseurs sous forme de check-list

2.1.1 Stratégie de l'entreprise cible : Critères d'évaluation d'investissement

Dans le processus d'investissement, les investisseurs institutionnels, notamment les sociétés de gestion de fonds doivent définir les besoins d'information concernant l'entreprise cible afin de formuler les évaluations d'investissement. Cela les oblige à hiérarchiser les segments stratégiques (ou DAS) en identifiant ceux prioritaire à surveiller. Pour chaque DAS, les

sociétés de gestion de fonds doivent organiser une réunion de travail entre les gérants de portefeuilles, les analystes et les traqueurs/les veilleurs au sein de leur organismes. De ce fait, les gérants de portefeuilles définissent leurs incertitudes sous la forme de questions pour trouver les réponses sur l'entreprise cible et ses environnements. Pour ce faire, les veilleurs et les gérants de portefeuilles doivent préparer un guide d'entretien semi – directif dans lequel les critères d'évaluation ou les facteurs clés de succès seront déterminés sous forme de « check-list thématique » en se basant sur les matrices stratégiques. Dans cette réunion, les veilleurs peuvent proposer aux gérants de portefeuilles de choisir à compléter ou à ignorer certains critères d'évaluations. Ce travail leur permet de se mettre en accord sur la définition des besoins d'informations concernant l'entreprise cible avant la recherche d'informations.

La définition des critères d'évaluation s'appuie sur les expériences capitalisées et les heuristiques des investisseurs, surtout les gérants de portefeuilles.

2.1.1.1 Les besoins d'information des investisseurs sur l'entreprise cible et ses environnements

Dans le processus d'aide à la prise de précision d'investissement, les investisseurs doivent collecter les différentes informations sur l'entreprise cible et son environnement. Il faut rappeler que les investisseurs demeurent à l'extérieur de l'entreprise cible au cours de ce processus. Comme mentionné ci-dessus, il existe une asymétrie d'information entre eux-mêmes et les parties prenantes de la firme. Cela explique les difficultés rencontrées dans l'évaluation de la performance de l'entreprise cible. Néanmoins, avec le développement de la NTIC et sous l'effet de la mondialisation, les parties prenantes sont amenées à formuler les avis, à communiquer dans des « caisses de raisonnement médiatique » (internet, presse, radio, télévision, ...). Ces informations peuvent être divisées en plusieurs typologies différentes : informations ouvertes ou fermées ; informations primaires ou secondaires ; informations formelles ou informelles. Les investisseurs espèrent d'utiliser ces informations pour compenser l'asymétrie d'information entre eux-mêmes et les parties prenantes de la firme, surtout ses dirigeants.

De ce constat, les investisseurs doivent effectuer deux types d'évaluation pour déterminer les risques ou les opportunités lors qu'ils décident d'investir sur l'entreprise cible :

- 1- **L'évaluation externe** en se basant sur l'influence des facteurs externes exerçant envers l'entreprise cible
- 2- **L'évaluation interne** de l'entreprise cible pour les aider à formuler leur connaissance concernant la capacité de mobilisation des ressources de la firme, ses robustesses et sa performance.

Ce travail aide les investisseurs, notamment les gérants de portefeuilles à déterminer les critères d'évaluation lors de leur processus d'investissement.

Voici les besoins d'information définis pour le système de renseignement d'intelligence financière à partir d'une approche de « CHECK-LIST » pour chaque type d'évaluation des deux.

2.1.1.1.1 Les besoins d'information pour l'évaluation externe de l'entreprise cible.

L'évaluation externe leur permet d'avoir de bonnes connaissances sur :

- L'environnement politique, économique, social, technologique, écologique environnemental et légal.
- la compréhension appropriée des rapports de force entre les acteurs et de leur influence relative de chacune des 5 forces de Porter qui agissent sur toutes les entreprises du secteur.

1. Les critères selon les facteurs d'influence d'un segment stratégique

Pendant le processus d'investissement, la tendance lourde peut avoir un grand impact sur les prises de décision des investisseurs. Alors, une question se pose : « Comment les investisseurs peuvent-ils déceler les tendances lourdes ? ». Pour répondre à cette question, ils peuvent appliquer le modèle d'analyse de PESTEL afin d'exploiter les informations macro-économiques. Cette analyse les aide à comprendre l'impact des éléments extérieurs sur la performance de l'entreprise cible à court terme ou à long terme et sur son environnement. A travers ces facteurs, les investisseurs peuvent déceler les tendances lourdes de son environnement.

Le tableau ci-dessous propose les facteurs à considérer selon le modèle de PESTEL :

Politique	Économique
Risque politique	Cycles économiques
Changement et stabilité politique	Taux d'intérêt
Lois et politiques fiscales	Taux d'inflation
Réglementations antitrust	Taux de change et convertibilité monétaire
Commerce extérieur et politique	Politiques économique, fiscale et budgétaire
Import/Export	Taux de chômage
Politique monétaire	Niveau de vie, pouvoir d'achat et propension à la consommation
Protection sociale	
Sociétal	Technologique
Démographie	Dépenses de l'État en R&D
Lois sociales	Dépenses de l'industrie en R&D
Education, Styles de vie et consumérisme	Politique de propriété intellectuelle et de protection des brevets
Image et attitude vis-à-vis du travail	

Sensibilité et intérêt pour l'éthique Minorités, parités et égalité des chances Impact du changement (Internet)	Intensité et création technologiques Pôles de compétence
Environnemental	Légal
Sensibilité et forces écologiques Politiques en direction de la pollution Gestion des déchets et recyclage Politique d'économie d'énergie Responsabilité sociale	Lois sur les affaires (monopoles, responsabilité des dirigeants) Lois sur la protection de l'environnement Encadrement législatif sur la santé Droit du travail Normes comptables et réglementation financière

Tableau 17 : Analyse de PESTEL

2. Les critères selon l'analyse de la dynamique d'un domaine d'activité stratégique (DAS)

L'analyse sectorielle permet de mieux comprendre le secteur auquel appartient l'entreprise cible et de pouvoir déterminer les menaces, les opportunités, les règles du jeu concurrentiel et les groupes stratégiques que proposent les acteurs dans ce secteur.

Les analyses suivantes sont utilisées pour mieux appréhender les facteurs qui influencent directement sur l'entreprise cible. La compréhension de la dynamique du DAS sera complétée au fur et à mesure de chaque type d'analyse effectuée constituant une check-list:

- Etude des secteurs et des marchés – cartographies sectorielles
- Le cycle de vie des technologies
- La typologie des systèmes concurrentiels du BCG
- Les pressions exercées selon les 5 forces concurrentielles proposées par M.Porter
- Prise en compte des attentes et des contraintes des parties prenantes.

2.1. L'Etude du secteur et des marchés – cartographies sectorielles :

Dans l'étude des secteurs et des marchés, les investisseurs peuvent procéder à l'ensemble des analyses pour avoir une vision générale sur la structure du secteur, les facteurs clés de succès du secteur. Cela les aide à détecter les risques et les opportunités potentielles de l'entreprise cible. Pour ce faire, ils doivent s'appuyer sur les études suivantes :

- 1- Maturité du secteur
- 2- étude de la filière
- 3- étude des métiers
- 4- étude du champ concurrentiel conceptuel
- 5- Tendances lourdes.

1. Tout d'abord, les investisseurs s'intéressent également à l'analyse du cycle de vie d'un secteur. Ce type d'information leur permet de déterminer certaines incertitudes concernant le secteur auquel appartient l'entreprise cible. Les investisseurs peuvent déterminer la maturité de ce secteur ainsi que les stratégies générales habituellement recommandées parce que justifiées par l'état du risque.

Pour analyser le stade d'évolution d'un domaine d'activité (émergence, croissance, maturité, déclin), ils peuvent consulter huit critères clés proposés par le cabinet A.D.Little :

- 1- Taux de Croissance de l'activité;
- 2- Le potentiel du secteur;
- 3- La largeur de la gamme;
- 4- Le nombre de concurrents;
- 5- La stabilité de la part de marché;
- 6- Les comportements d'achat;
- 7- Les barrières d'entrée;
- 8- Les technologies;

Les investisseurs peuvent rechercher et collecter les informations pertinentes en se basant sur ces critères ci-dessus.

2. En deuxième lieu, les investisseurs s'intéressent à analyser la filière pour comprendre mieux l'organisation de l'industrie dans laquelle l'entreprise cible se situe. En effet, Garibaldi montre que "la filière comprend l'ensemble des intervenants permettant la mise à disposition aux utilisateurs et aux consommateurs d'un produit ou d'un service. Ainsi, cette analyse permet aux investisseurs de dessiner une carte situant chacun des acteurs à son niveau d'intervention dans le processus de satisfaction du client "destructeur" ou final. A chaque stade du processus, ils peuvent évaluer des relations commerciales et/ou techniques, financières nécessaires à travers des flux d'échange entre les acteurs. De ce fait, ils peuvent détecter des risques imprévisibles concernant la filière dans laquelle l'entreprise cible se situe, notamment le risque de voir arriver de nouveaux entrants, soit par intégration amont, soit par l'aval. En réalité, ces risques sont souvent oubliés, même si l'on utilise l'analyse de 5 forces de Porter. Ainsi, l'étude de filière permet aux investisseurs d'en prendre compte.

Pour dresser, en tout ou partie, les cartes des filières, les investisseurs doivent chercher et collecter les informations concernant les interactions entre acteurs de la filière permettant de décrire ces sources de pouvoir comme ci-dessous:

- la concentration relative d'un niveau par rapport à l'autre.
- l'importance relative en termes de taille des intervenants (en général on peut remarquer que dans les filières de produits industriels, au début et en fin de filière on trouve de très grands groupes comme la sidérurgie, l'électronique au départ et de grands constructeurs en fin de filière comme les constructeurs automobiles, aéronautiques ou de machines outils)
- La maîtrise des technologies les plus délicates

- La maîtrise de la conception
- La maîtrise des activités apportant le plus de valeur ajoutée
- La capacité à se mouvoir dans la filière et ce pour des raisons fort diverses.
- La maîtrise du client final.
- La qualité des relations établies au sein de la filière
- La taille relative par rapport aux autres acteurs.

3. En troisième lieu, les investisseurs s'intéressent également à l'analyse des métiers lorsqu'ils étudient l'environnement de l'entreprise cible. Puisque, les filières contiennent de multiples acteurs exerçant différents métiers qui vont influencer directement sur son environnement concurrentiel créant des incertitudes.

L'analyse du métier de l'entreprise cible permet aux investisseurs de bien la situer dans sa filière, par rapport à ses concurrents, et par rapport aux autres intervenants dans cette filière. De plus, elle les aide à détecter certains risques en envisageant un lien direct entre les besoins de financement et la maturité du métier au sein d'une filière. Ces risques peuvent provenir de l'aspect financier ou de l'équilibre du portefeuille stratégique.

Pour analyser bien son métier et celui de ses concurrents, les investisseurs doivent identifier le(s) métier(s) qui existent autour de l'entreprise cible. Ensuite, ils peuvent consulter les critères proposés par certains auteurs différents pour chercher les informations utiles dans cette analyse. Voici les critères non exhaustifs: Critères appartenant au marché, ceux de technologie, ceux de production, ceux de coût et ceux de service.

Les investisseurs doivent chercher les informations pour répondre les questions suivantes:

- Quelles sont les activités qu'il faut, au minimum, exercer ?
- Quelles sont les technologies ou les techniques que l'on doit maîtriser?
- Quelles sont les capacités qu'il faut savoir mettre en œuvre?
- Quelles sont les ressources indispensables qu'il faut posséder ?

4. En quatrième lieu, les investisseurs ont intérêt à faire l'étude du champ concurrentiel conceptuel ou "les 3C". A travers cette analyse, ils peuvent détecter d'où peut provenir le risque de nouveaux entrants qu'il serait plus difficile voire impossible à appréhender s'ils ne faisaient pas usage du concept "**Core Competence**". Selon Garibaldi, ce concept consiste à une ou plusieurs compétences que doit posséder l'entreprise pour être en situation de réussir contre ses concurrents dans un secteur économique donnée

Grâce à cette analyse, les investisseurs peuvent deviner qui seront essentiellement les concurrents les plus dangereux à terme. Cela leur permet d'avoir une vision non restrictive du champ concurrentiel probable. D'ailleurs, elle les aide à expliquer la façon dont l'entreprise cible se bat et les raisons "comportements stratégiques" de ses concurrents. A partir de cela, les investisseurs peuvent détecter certains groupes stratégiques, regroupant au sein de chacun les concurrents pratiquant des stratégies très voisines.

Pour dessiner une carte du 3C et déterminer les concurrents les plus dangereux, les investisseurs doivent

- D'abord, déterminer le ou les besoins de base au(x) quel(s) s'intéresse l'entreprise cible.
- Lister l'ensemble des filières pouvant conduire à la satisfaction du ou de ces besoins.
- Décrire les différents métiers existants dans chacune des filières par les activités principales exercées, ce qui en fait revient à décrire les activités de base essentielles sans la maîtrise desquelles il n'est pas possible d'entrer en compétition.

Pour identifier les compétences de base d'une entreprise, les investisseurs doivent trouver les informations pour répondre certaines questions suivantes:

- Qu'est -qui offre à l'entreprise une ouverture sur un ou plusieurs marché(s)?
- Quelles activités contribuent de façon essentielle à l'avantage de ses produits actuels?
- Quelle est la spécificité de cette compétence par rapport à celles de ses concurrents?

Garibaldi montre que « ces core competences » sont acquises dans la durée et par là même nécessite un long temps d'apprentissage de la part de toutes les grandes fonctions de l'entreprise". Ainsi, les investisseurs mettent du temps pour identifier ces core compétences.

5. En cinquième lieu, dans le processus d'analyse de l'environnement, les investisseurs doivent déterminer les grandes tendances du secteur ou de l'industrie à laquelle appartient l'entreprise cible. Ces grandes tendances sont connues sous autre nom: "tendances lourdes". Elles sont définies par un certain nombre de facteurs stratégiques suivants:

- Changement comportemental des clients,
- Modification du jeu des concurrents,
- Evolution des modes de distribution,
- Changement des rapports de coût avec des concurrents étrangers,
- Etat de santé de l'économie
- Changement démographiques, etc.

La détermination des tendances lourdes prend réellement son sens pour déterminer:

- D'une part, les tendances qui vont perdurer et l'influence qu'elles vont avoir sur l'environnement.
- D'autre part, pour analyser celles qui vont évoluer afin de préciser les variations probables qu'elles peuvent engendrer.

Après avoir collecté toutes les informations concernant les facteurs stratégiques ci-dessus, les investisseurs tentent de décrire la part de menace ou d'opportunité que réserve chacune de ces tendances lourdes pour les entreprises en lutte dans cet environnement.

2.2 L'analyse du cycle de vie des technologies

Aujourd'hui, les technologies sont considérées comme l'un des facteurs ayant un grand impact sur le changement environnemental de l'entreprise cible. Elles déterminent la formation et la structuration d'un environnement concurrentiel. Elle peut favoriser ou au contraire freiner la croissance du secteur, en provoquant des phénomènes de substitution ou en permettant le renouvellement de certaines pratiques. Elle permet parfois de proposer de nouveaux services de substitution au détriment des produits existants, voir même à partir des idées anciennes. Grâce au progrès technique, les entreprises peuvent réduire les contraintes intégrant le rapport espace - temps et accroître la capacité de production ainsi que la qualité de produits et des services. De même, les technologies peuvent modifier la structure et la dynamique des coûts en constituant de nouvelles sources d'avantages concurrentiels.

Aussi, il faut prendre en compte le rôle du développement technologique qui permet de réduire les coûts de transport ainsi que ceux des services associés. Il fait également évoluer la structure du secteur en créant de nouvelles relations entre les acteurs (les interactions entre les consommateurs et les produits). Outre les avantages mentionnés ci-dessus, les changements technologiques peuvent entraîner une incidence sur les conditions de la barrière à l'entrée. Ces changements peuvent constituer un véritable obstacle forçant de nombreux nouveaux entrants à prendre en considérations en se dotant de capacités de recherche et de ressources financières suffisantes.

De tels constats, une question se pose pour la plupart des investisseurs dans leur processus d'investissement: " Comment se positionnent-elles les technologies durablement au sein des marchés de l'entreprise cible?". Pour répondre à cette question, les investisseurs doivent d'abord faire l'inventaire toutes les technologies appliquées dans cet environnement et évaluer leur cycle de vie. Ensuite, ils doivent apprécier le portefeuille de technologies mis en œuvre dans la pratique. Enfin, la prévision de l'évolution technologique doit être prise en compte lors de leur processus d'investissement.

L'évaluation du cycle de vie des technologies

Le "cycle de vie des technologies" leur permet de comprendre l'influence qu'exerce la technologie sur l'environnement concurrentiel, ses procédés de production et la dynamique du secteur. A partir de cela, les investisseurs peuvent comprendre les conditions de l'environnement de l'entreprise cible. Pour évaluer le cycle de vie des technologies, ils peuvent le représenter sous la forme d'une courbe en S. Pour dessiner ce schéma, les investisseurs doivent collecter les informations en se basant sur le taux de croissance de la technologie au fil du temps. Les investisseurs ont tendance à évaluer les grandes technologies incorporées dans les produits et les processus de production dans un environnement concurrentiel. Ce travail est très important car il leur permet de déterminer l'impact de celles-là sur le terrain de jeu concurrentiel auquel toutes les entreprises participent.

Pour évaluer cette dynamique et les impacts de ces technologies, les investisseurs doivent faire l'inventaire des technologies dans les marchés réels. Les idées de Jacques Morin peuvent les inspirer : "Son objet est de passer en revue, avec un œil critique, les technologies, les savoir - faire et leurs applications, aussi bien ceux que l'entreprise utilise que ceux qu'elle n'utilise pas mais pourrait utiliser, ceux qui sont restés en friche et, le cas échéant, mériteraient un développement, ceux qu'utilise la concurrence, ceux qui sont transférables en l'état ou après adaptation".

De ce raisonnement, les investisseurs doivent de procéder à une classification de maturité de la technologie: émergence, évolution, stabilité, déclin, obsolescence.

L'évaluation du portefeuille de technologies

Pour évaluer le portefeuille technologique d'une entreprise, les investisseurs peuvent s'inspirer de la méthode d'analyse proposée par le cabinet stratégique d'Athur Little. Selon eux, toute entreprise dispose d'un ensemble des technologies mises en œuvre dans ses activités.

Les investisseurs peuvent se baser sur les 4 catégories de technologies ci-dessous pour collecter des informations :

- Les technologies-clés: Elles influencent fortement sur la position concurrentielle, soit en termes de coût, soit en termes de qualité des produits;
- Les technologies de base: Largement diffusées, elles ne sont plus un argument concurrentiel;
- Les technologies émergentes: Elles restent encore un potentiel de développement futur au stade d'expérimentation avec ses risques associés.
- Les technologies de pointe: Elles sont l'avenir de l'entreprise et présentent un fort degré de différenciation (perspectives importantes en matière d'innovation).

A partir de cela, ils peuvent formuler les évaluations concernant les avantages concurrentiels ainsi que la structure intégrant les technologies utilisées. Pour appréhender exactement l'évaluation du portefeuille des technologies, les investisseurs peuvent s'appuyer sur les critères suivants: les ressources tant internes - savoir-faire, brevets, hommes, équipements de recherche, qu'externes - licences, relations avec des centres de recherche, des clients, des fournisseurs...

Les prévisions de l'évolution technologique

Pour évaluer ces prévisions, les investisseurs nécessitent de collecter les informations afin de répondre aux questions suivantes:

- Quelles sont les technologies d'ores et déjà utilisées et celles qu'il convient de développer ?

- Quelles sont les technologies encore peu diffusées et présentant un fort potentiel de différenciation?
- Quelle technologie choisir, à quel moment et avec quels moyens ? Comment assurer la transition entre deux technologies ?
- La technologie retenue peut-elle être aisément incorporée dans les produits? Améliore-t-elle les conditions de production à grande échelle?
- Quels sont les principaux avantages associés à cette technologie (innovation, différenciation, réduction des coûts)?
- Comment anticiper et réagir face aux risques de substitutions technologiques ?

A travers les informations collectées, les investisseurs peuvent évaluer la tendance des impacts d'un facteur technologique dans un segment stratégique d'une entreprise. Notons qu'une entreprise peut avoir une position technologique favorable lorsqu'elle est susceptible d'accéder aux technologies de base, de maîtriser les technologies clés, d'intégrer rapidement les technologies de pointe et d'avoir une capacité de détecter et d'accompagner un développement des technologies émergentes.

2.3 L'exploitation des systèmes concurrentiels du BCG

Pour compléter l'étude sectorielle et l'analyse du cycle de vie des technologies d'un segment stratégique, les investisseurs s'intéressent également à évaluer le développement du système concurrentiel auquel l'entreprise cible participe. Ce travail leur permet de les aider à évaluer les risques et les opportunités pour cette dernière sur son propre terrain (de jeu). Pour ce faire, les investisseurs peuvent se référer à l'idée de BCG (Boston Consulting Group) en identifiant quatre types de système concurrentiel auxquels les activités de l'entreprise peuvent être rattachées: fragmenté, ou spécialisé, ou volume, ou impasse. Selon le point de vue de BCG, ces quatre types sont évalués sur la base des deux critères suivants:

- La solidité de l'avantage concurrentiel (élevé, limité)
- La possibilité de différenciation concurrentielle. (le nombre de sources de différenciation possibles ou exploitables) (Faible, Forte)

		Avantage concurrentiel	
		Faible	Elevé
Possibilité de différenciation concurrentielle	Forte	Système de fragmentation Principaux facteurs clés de succès : <ul style="list-style-type: none"> ▪ Capacité de réactivité et de souplesse ▪ Capacité d'innovation ▪ Tolérance au changement et à l'incertitude 	Système de spécialisation Principaux facteurs clés de succès : <ul style="list-style-type: none"> ▪ Qualité, originalité et spécificité de l'offre ▪ Proposition de services annexes ▪ Image et réputation de l'entreprise ▪ Base d'expertise clairement identifiée et reconnue
	Limitée	Système d'impasse Principaux facteurs clés de succès : <ul style="list-style-type: none"> ▪ Rationalisation de l'ensemble du système productif ▪ Préservation de la notoriété et de l'image de la firme 	Système de volume Principaux facteurs clés de succès : <ul style="list-style-type: none"> ▪ Taille de l'entreprise ▪ Potentialités de synergies ▪ Parts de marché ▪ Maîtrise et réduction des coûts ▪ Effets d'expérience et d'apprentissage

Tableau 18 : Facteur clés de succès (résumé d'après O.Meier, 2011) Typologie des systèmes concurrentiels (d'après la BCG) & Facteur clés de succès

Les investisseurs peuvent s'appuyer sur les éléments identifiés de facteurs clés de succès (FCS) pour évaluer les sources de différenciation possibles d'une entreprise. Il faut savoir que la connaissance des facteurs clés de succès (FCS) permet à une entreprise de différencier son offre de celle de ses concurrents.

Par exemple, selon Antamer et Calori (2003), dans un domaine particulier, le nombre de technologies disponibles, utilisables et celui de groupes d'acheteurs présentant un comportement spécifique, ont un fort impact sur la différenciation. Ainsi, les investisseurs peuvent trouver des informations potentielles relatives aux différents leviers de différenciation: levier technique /technologique et/ou marketing et/ou coût.

Les investisseurs prudents évaluent le niveau de la difficulté à maîtriser les FCS et l'importance des barrières à l'entrée de l'activité pour déterminer la solidité des avantages concurrentiels procurés de l'entreprise cible.

Aussi, l'investisseur peut recueillir les informations nécessaires pour évaluer le système de l'environnement concurrentiel auquel l'entreprise participe.

2.4 L'analyse des 5 forces concurrentielles proposée par M.Porter

Le modèle des 5 forces concurrentielles de Porter aide les investisseurs à évaluer l'intensité des forces qui structure le secteur et à déterminer les conditions concurrentielles de ce secteur. A travers cette analyse, ils peuvent évaluer les risques ainsi que les opportunités pour le

secteur auquel appartient l'entreprise cible. Pour effectuer cette analyse, les investisseurs doivent rechercher et collecter les informations suivantes:

- - Rivalité entre les firmes existantes.
- - Pouvoir de négociation des fournisseurs
- - Pouvoir de négociation des clients
- - Risque de nouveaux entrants
- - Risque de produits ou services de substitution.

2.5 Prendre compte des attentes et des contraintes des parties prenantes.

Dans le processus d'investissement, les investisseurs s'intéressent également aux attentes et aux contraintes des parties prenantes. Ces éléments influencent souvent directement la performance de l'entreprise cible. Le dirigeant doit souvent chercher à concilier les intérêts des parties prenantes (fournisseurs, créanciers, actionnaires, clients, salariés, sociétés civiles). Ceci joue un rôle important dans le processus de développement de l'entreprise cible. Par conséquent, les investisseurs doivent déterminer le niveau d'harmonie des intérêts entre les parties prenantes et la valeur du dirigeant de l'entreprise. De là, ils peuvent identifier les incertitudes (opportunités et risques) à fort impact sur l'entreprise cible.

L'organisation du pouvoir de l'entreprise dépend également du système législatif national et des règles et des procédures internes de l'entreprise. L'ensemble des règles affecte la répartition et la méthode de fonctionnement des acteurs du pouvoir. Ces règles sont spécifiées au pouvoir entre les actionnaires, les propriétaires d'entreprise, les actionnaires détenteurs de droits de vote à l'assemblée générale des actionnaires, les dirigeants et déterminent les décisions de management de ses cadres.

Ces parties prenantes sont les autorités et acteurs institutionnels, les créanciers, le personnel de l'entreprise cible, leurs partenaires économiques (clients, fournisseurs, sous traitants, alliés...), mais aussi le public représenté notamment par les associations non gouvernementales et les médias.

Afin d'évaluer pertinemment la performance de l'entreprise cible ou sa valeur, les investisseurs devraient considérer les corrélations existantes entre elle et ces acteurs. Dans certains cas, les objectifs, les contraintes, les attentes et la valeur des parties prenantes et les objectifs du dirigeant sont les facteurs qui influent fortement la stratégie de l'entreprise cible. Leur interaction avec cette dernière est considérée comme l'un des facteurs importants pour aider les investisseurs à identifier les incertitudes susceptibles de modifier la performance de l'entreprise cible.

Dans ce contexte, les investisseurs doivent prendre en compte l'identification des informations concernant les objectifs, les attentes et les contraintes des parties prenantes de l'entreprise cible:

1. Les objectifs et les contraintes des actionnaires

Les investisseurs prêtent beaucoup d'attention aux objectifs des actionnaires et leurs contraintes, qui définissent les conditions du développement stratégique de l'entreprise cible.

Pour déterminer les objectifs des actionnaires et leurs contraintes il faut intégrer la voix de différents actionnaires. Les investisseurs institutionnels sont considérés comme les petits porteurs. Les actionnaires détenant une partie de capital de l'entreprise, selon leur degré de pouvoir, constituent au fur et à mesure leurs privilèges, même dans les domaines sociaux et environnementaux.

Les investisseurs doivent être prudents lorsqu'ils envisagent les objectifs et les contraintes des actionnaires, parce que les actionnaires n'ont pas des contraintes identiques. Les investisseurs peuvent cerner différemment des objectifs ou des contraintes des actionnaires en se basant sur une étude de la géographie du capital. Il y a donc un intérêt à identifier les actionnaires de référence qui contrôlent de manière directe ou indirecte, seul ou par coalition, la firme.

Les investisseurs peuvent trouver les informations concernant les objectifs et les contraintes qui sont souvent posés par les actionnaires comme suit:

- La mission, les métiers et l'identité de l'entreprise : Ces objectifs sont généralement imposés par des actionnaires ayant une forte implication au sein de l'entreprise, soit dans une optique entrepreneuriale, soit dans l'optique de préservation du patrimoine industriel que peut représenter l'entreprise à leurs yeux.
- La performance économique et financière, exprimée en termes de croissance de l'activité, de rentabilité, de dividende, et d'exposition aux risques (niveau d'endettement par exemple) : Ces contraintes et exigences peuvent être le fait de toutes les catégories d'actionnaires : actionnaires – entrepreneurs, actionnaires de référence, actionnaires investisseurs... Le niveau d'engagement de l'entreprise pour chacun de ces critères peut cependant fortement varier d'un actionnaire à l'autre. Il faut noter que « développer la rentabilité économique » ne peut pas être considéré comme un objectif en soi, de même que tout autre critère pris séparément.

A une rentabilité économique donnée est presque toujours associé un niveau de risque, de même une politique de croissance rend possible ou pas telle ou telle politique de versement des dividendes.

- Le niveau d'autonomie, de stabilité du pouvoir et de dilution des droits de vote au sein de l'entreprise : Cette catégorie d'objectifs est la plus spécifique aux actionnaires. Elle définit les possibilités d'ouverture ou de fermeture de l'entreprise à d'autres actionnaires. Une position de principe peut rendre possible ou non une politique de croissance externe par échange d'actions par exemple. Il s'agit par ailleurs de cerner la propension des actionnaires à ouvrir le capital de l'entreprise ou de ses filiales (directement par des augmentations de capital ou indirectement par l'émission de titres de financement hybrides – obligations convertibles par exemple).

2. Les attentes et valeurs des dirigeants

Lors de l'évaluation de l'entreprise cible, les investisseurs recueillent souvent les informations concernant la garantie de la responsabilité de management d'une entreprise à travers ses dirigeants, ses propriétaires et les collègues de ses directeurs. D'autre part, ils peuvent aussi

entendre les attentes des dirigeants. Il faut rappeler que dans une entreprise, les dirigeants sont considérés comme les représentants des actionnaires. Par conséquent, ils protègent leurs intérêts.

Dans les faits, le dirigeant (en tant que chef d'entreprise) va impulser le développement de l'organisation, il va imprimer sa marque dans la manière de manager les hommes et de communiquer auprès de l'ensemble des partenaires de l'entreprise. Juridiquement, le dirigeant représente donc aussi bien l'entreprise (en tant que personnalité morale) que les actionnaires (en tant que propriétaire de la firme). C'est pourquoi, si l'on ne peut pas réellement parler d'objectifs et de contraintes (qui sont d'une certaine manière l'apanage des actionnaires), il convient néanmoins de préciser les attentes et les valeurs des dirigeants.

Le choix stratégique dépend en partie de la méthode de management de l'entreprise cible. Par conséquent, il faut que les investisseurs prennent en compte les facteurs suivants pour la recherche des informations:

- Vision et objectifs stratégiques (orientation, horizon temporel, priorités).
- Valeurs et style de management
- Type(s) de structure(s) souhaitée(s)
- Objectifs industriels à court et moyen termes (implantation, technologies...)
- Objectifs financiers au niveau de l'exploitation de l'activité
- Objectifs commerciaux et marketing
- Contraintes d'exploitation en terme de risques (effectifs, investissements, rupture technologique...)

3. Les contraintes liées aux acteurs institutionnels

Lors du processus d'évaluation interne de l'entreprise cible, les investisseurs prêtent souvent attention aux informations relatives aux organisations qui ont un impact sur certains domaines définis dans lesquels l'entreprise cible participe. Ces acteurs organisationnels sont les législateurs qui fixent les règlements professionnels, certaines politiques de développement et l'ensemble des agents en charge de la puissance publique. En outre, les investisseurs doivent également tenir compte de l'émergence d'un groupe d'autres acteurs: les collectivités territoriales. Ces groupes interagissent avec l'entreprise cible pour résoudre les problèmes liés aux implantations de site et à la gestion des bassins d'emploi. Dans ce contexte, les investisseurs se rendent compte de l'augmentation des contraintes juridiques dans le domaine environnemental. Cela impose à l'entreprise cible et aux collectivités de travailler ensemble.

Selon cette approche, les investisseurs considèrent l'entreprise cible comme l'acteur qui a la répartition de profit économique dans la relation avec d'autres parties prenantes, en particulier avec les acteurs organisationnels (les collectivités, les organisations régionales concernées). Cela contraste avec l'approche précédente, selon laquelle, les investisseurs considèrent l'entreprise cible seulement comme moyen d'investissement dans la relation entre les dirigeants et les actionnaires. Cette approche permet également aux investisseurs de considérer l'entreprise cible comme acteur social dans la relation entre elle-même et les acteurs organisationnels. Cela apparaît à travers beaucoup d'interactions. Les employés deviennent les consommateurs des produits et des services sur le territoire de l'entreprise

cible. En même temps, cette dernière achète et vend des services sur le même territoire. De ce fait, l'entreprise cible, leurs dirigeants et leur personnel interviennent dans la vie économique de la collectivité.

Ainsi, les investisseurs tiennent compte non seulement de la création de valeur, mais aussi des relations autour de cette dernière avec des collectivités. Grâce à ces relations, ils considèrent la responsabilité sociale de l'entreprise cible comme un facteur pour évaluer son développement stratégique. Il faut noter que ces acteurs jouent de plus en plus le rôle de régulation ou d'influence dans leur management des activités. Dans ce contexte, les critères d'évaluation de la RSE affectent la position de l'entreprise cible, le développement de ses produits (innovation sociétale intégrant les dimensions sociale et environnementale) et ses objectifs de développement.

Par conséquent, les investisseurs doivent prendre en compte les critères d'évaluation de la responsabilité sociale de l'entreprise cible vis à vis des acteurs organisationnels dans leur processus d'investissement. En fait, les investisseurs peuvent se référer aux attentes de chaque groupe d'acteurs comme proposé par O.Meier (2010) selon sa position et son rôle dans l'environnement.

Principales parties prenantes	Echelle d'évaluation de la responsabilité sociale de l'entreprise.
Acteurs du monde économique local	Santé financière de l'entreprise, Relation avec les acteurs économiques locaux et participation durable au développement local
Acteurs du monde politique	Création et préservation des emplois, politique d'investissement en faveur de l'emploi et de la formation professionnelle, respect des codes de conduite
Médias	Communication sur les activités économiques, sociales et sociétales de l'entreprise, aux plans international, national et local.
Opinion publique	Transparence des actions menées et des résultats obtenus, comportement éthique, engagement dans des causes humanitaires et environnementales, aide au développement de la richesse nationale
Marché du travail local	Relance de l'activité économique (initiatives, aide et accompagnement)
Autres employeurs locaux	Figure d'exemple en matière de flexibilité
Centrales syndicales	Créations d'emplois peu qualifiés
Délégations syndicales d'autres entreprises	Règles du jeu communes entre entreprises géographiquement proches, notamment dans les aides et la

	flexibilité du travail.
Représentations syndicales internes	Style de management « relationnel » passant par le respect du dialogue social, des travailleurs et la reconnaissance de la hiérarchie.
Travailleurs/collaborateurs	Respect du travailleur, protection sociale des salariés, dialogue social et octroi d'un pouvoir d'achat décent.
Hiérarchie intermédiaire	Respect de la fonction et des prérogatives
Haute division	Compétitivité à court terme du site vis-à-vis d'autres implantations, dans le rapport à la maison mère ; développement et performance durables de l'entreprise.

Tableau 19 : La détermination de la RSE selon les acteurs, O.Meier, 2011

4. Les prises en compte des autres parties prenantes de l'entreprise.

Les variations liées à la valeur de la réputation d'entreprise cible ont souvent un impact sur sa valeur intrinsèque ainsi que sur son cours boursier sur les marchés financiers. Cela influence aussi directement les décisions des investisseurs. Une question se pose donc pour les investisseurs lorsqu'ils envisagent la réputation de l'entreprise cible « Quels facteurs affectent la réputation / l'image de l'entreprise cible? »

Les investisseurs devraient construire une méthode pour évaluer la valeur de la réputation de l'entreprise sur le marché financier et le marché réel (des biens et des services).

La réputation de l'entreprise est créée à partir des perceptions de toutes ses parties prenantes, y compris ses employés. Les investisseurs doivent donc prendre en compte les évaluations de la firme des parties prenantes. A partir de cela, ils peuvent identifier les critères qui ont une forte influence sur l'entreprise cible.

Il faut recueillir aussi beaucoup d'opinions des autres parties prenantes dans les nombreux domaines où l'entreprise cible participe. Ces parties prenantes sont les créanciers, l'opinion publique (relayée par des associations ou les médias), les clients, les salariés, les syndicats, les fournisseurs, les concurrents, les sous-traitants et les partenaires industriels ou commerciaux de l'entreprise. Leurs opinions contribuent à créer l'image de l'entreprise cible aux yeux des investisseurs. Ces informations permettent de compléter leur évaluation sur l'entreprise cible.

Selon Pesqueux (2002), les investisseurs peuvent diviser les parties prenantes de l'entreprise cible en deux catégories distinctes. D'une part, les parties prenantes contractuelles, ces dernières comprennent des acteurs ayant une relation directe et contractuelle avec l'entreprise tels que les clients, les fournisseurs et les employés (et les actionnaires). D'autre part, les parties prenantes plus diffuses, ces dernières peuvent avoir un impact sur l'entreprise cible sans avoir un lien contractuel quelconque, comme les associations, les syndicats, les fédérations, l'ONG ou l'opinion publique en général.

En somme, toutes les parties prenantes ci-dessus partagent les relations d'intérêt associées à l'entreprise cible. Ces acteurs peuvent directement ou indirectement influencer sur les activités et les domaines auxquels l'entreprise cible participe. Ces influences peuvent durablement affecter la performance de l'entreprise. Cette dernière devrait prendre en compte les contraintes, les attentes de ces parties prenantes pour mettre en œuvre des solutions et de favoriser son développement donc améliorer sa performance aux yeux des investisseurs.

Dans le contexte actuel, il faut noter que le système de relations qui s'établit entre l'entreprise cible et ses parties prenantes est sans cesse étendu et de plus en plus complexe. En effet, le nombre de ces relations augmente quand le nombre d'acteurs concernés augmente. Dès lors, la relation entre l'entreprise cible et toutes les parties prenantes concernées ne se limite pas seulement à la relation entre actionnaires et dirigeants comme avant, mais tient aussi compte des différents types de relations entre l'entreprise et les autres parties prenantes. Par conséquent, les opinions des parties prenantes peuvent être biaisées car elles peuvent protéger leurs intérêts individuels ou ceux de leurs organisations. D'où la nécessité d'une méthodologie pour les évaluer. Ce qui sera présenté dans la partie de la recherche et la collecte des informations.

Les opinions et des attentes des parties prenantes sont prises en compte dans la politique de l'entreprise cible et sa mise en œuvre dans différents domaines (financier, social, économique, scientifique ...). Ce travail leur permet de comprendre les points de convergences, les sujets potentiellement conflictuels et les divergences d'intérêts.

Dans la section suivante, nous allons souligner les valeurs créées par les parties prenantes de l'entreprise cible (valeur client, valeur salariée) qui contribuent à la création de valeur de l'image / réputation de l'entreprise aux yeux des investisseurs.

La notion de valeur client

Outre la valeur actionnariale, les investisseurs considèrent aussi les autres valeurs qui contribuent à la création de valeur de l'entreprise. En fait, le client est considéré comme l'un des acteurs qui a un fort impact sur l'évaluation de l'entreprise cible aux yeux des investisseurs. Ils doivent donc tenir compte de la valeur client.

Pour ce faire, ils se réfèrent à la notion de valeur client proposée par O.Meier: "la valeur client est déterminée par l'écart entre la qualité de produit (ou service) perçue et un prix compétitif».

Les investisseurs semblent avoir des difficultés à déterminer la qualité des produits (ou services) perçue par le client. En effet, chaque client donne son opinion sur la qualité perçue en se basant sur les produits commercialisés sur le marché par l'entreprise cible, ainsi que d'autres caractéristiques par rapport au prix donné comme la sécurité, la satisfaction fonctionnelle et psychologique, la fidélisation, l'adhésion).

En synthétisant toutes ces opinions, les investisseurs peuvent déterminer la qualité perçue du client ou une partie de l'image de l'entreprise cible. Sous l'effet du développement de la nouvelle technologie de l'information et de la communication, et de l'impact de la mondialisation, les informations relatives aux évaluations mentionnées ci-dessus sont en constante évolution. Les investisseurs devraient donc surveiller et collecter toutes les

informations concernant les évaluations du client en étant vigilant quant à leur véracité. Une méthode pour évaluer la qualité des informations reçues dans le processus d'investissement est donc nécessaire.

Pour évaluer efficacement la valeur client, les investisseurs veulent aussi évaluer la capacité de l'entreprise cible à répondre aux exigences, aux attentes du client. En fait, ces évaluations peuvent être fondées sur les critères ou les objectifs suivants de la firme:

- D'abord, l'entreprise cible doit mettre en place les dispositifs de gestion susceptibles de maximiser cette qualité perçue.
- Ensuite, elle va se concentrer sur l'optimisation de la valeur de son offre, en proposant aux clients une offre différenciatrice (supérieure) à un prix intéressant.

Grâce aux informations collectées, les investisseurs font la comparaison et évaluent si la capacité de l'entreprise peut répondre aux attentes du client. Les investisseurs se baseront sur la combinaison de ces deux éléments pour évaluer le succès de la stratégie de valeur fournie.

La valeur salariée

Outre la valeur actionnariale et la valeur client, les investisseurs s'intéressent aussi à la valeur salariée de l'entreprise cible dans leur processus d'investissement. En fait, cette valeur leur permet de faire une partie de l'évaluation de la réputation dans le domaine social de l'entreprise cible. Pour comprendre le concept de la valeur salariée, les investisseurs peuvent se référer à la définition proposée par O.Meier: « La valeur salariée peut être définie comme l'excédent de rétribution perçue sur la contribution perçue. La contribution correspond aux apports réalisés par l'individu dans le cadre de son travail.»

Les investisseurs doivent également comparer les contributions des salariés avec leur rétribution perçue par rapport à la performance de l'entreprise cible. Pour ce faire, les investisseurs non seulement évaluent les informations relatives à la contribution des salariés à la performance de l'entreprise cible par le profit dégagé, mais aussi les évaluent par les éléments liés à la reconnaissance sociale, la réputation, l'appartenance, le prestige ou le développement personnel et le professionnalisme de l'individu. Grâce à la politique salariale, ils peuvent évaluer si l'entreprise peut créer ou non la valeur salariée. Plus précisément, les investisseurs devraient évaluer sa capacité à répondre aux besoins des acteurs individuels classés par ordre de priorités de Maslow. Cette évaluation est développée sur la base de critères pour répondre aux attentes des salariés tels que les attentes de sécurité (stabilité des emplois, conditions de travail), d'appartenance (identité professionnelle, intégration, esprit d'équipe, culture d'entreprise), d'estime sociale (gestion des carrières, promotion, reconnaissance) et d'estime de soi (responsabilisation, autonomie, initiative).

Les investisseurs peuvent faire ces évaluations en exploitant les informations sur la politique sociale de l'entreprise cible.

2.1.1.1.2 Identification des besoins d'information en se basant sur l'évaluation interne de l'entreprise cible

Outre une évaluation externe de l'entreprise cible, les investisseurs peuvent réaliser une étude détaillée de la position concurrentielle de la firme par domaine d'activité. Il s'agit d'ici une évaluation interne de l'entreprise cible.

Pour ce faire, ils ont besoin d'effectuer l'analyse des sources d'avantages concurrentiels et de ses principales fonctions. A travers ce travail, ils peuvent déterminer la performance potentielle de l'entreprise cible par rapport à ses concurrents.

Toutefois, les informations concernant les sources d'avantage concurrentiel et les fonctions principales de l'entreprise cible sont très difficile à collecter. Elles sont diffusées par les parties prenantes de la firme. De plus, la qualité de ces informations pose un grand problème pour les investisseurs. Dans certains cas, certaines parties prenantes diffusent les informations afin de protéger leur propre intérêt ou l'intérêt de leur organisation. Ainsi, les investisseurs doivent vérifier la qualité de ces informations avant la formulation des évaluations. A côté de cela, les investisseurs ne peuvent pas obtenir la totalité des informations permettant d'effectuer le diagnostic stratégique de façon complète. De ce fait, ils doivent compléter par des croisements d'informations collectées pour qu'ils puissent prendre les décisions productives. Cependant, ce travail les exige beaucoup du temps et de ressources. Il faut rappeler que ces critères d'évaluation sont hiérarchisés en fonction de leurs expériences et leurs heuristiques.

De la même approche que l'évaluation externe, pour l'identification des besoins, nous proposons ici sous forme de check-list.

1. Check-list à partir de l'analyse de la chaîne de valeur et sources d'avantage concurrentiel

Cette analyse vise à formuler leurs évaluations sur les compétences et la capacité organisationnelle entre les différentes fonctions de l'entreprise cible. Les investisseurs peuvent effectuer l'analyse de la chaîne de valeur de l'entreprise cible pour comprendre sa structure de cout et les sources d'avantage concurrentiel en se basant sur les facteurs clés de succès à détenir et les compétences clés à performer.

+ Analyse de la chaîne de valeur: (pour chaque DAS)

Les investisseurs peuvent considérer toute entreprise comme une unité économique de production de valeur qui assure un certain nombre d'activités (ou de fonctions de transformation). Selon Porter (1983), ces dernières constituent la chaîne de valeur, composée à la fois d'activités hiérarchisées au sein du processus de production et d'activités de soutien à ce même processus.

La chaîne de valeur décompose l'entreprise en deux grands types d'activités créatrices de valeur: les activités de base et les activités de soutien. Celles de base sont différentes activités opérationnelles indispensables à la transformation en produits et/ou en services pour répondre à la demande des clients. Celles de soutien sont différentes activités nécessaires pour supporter celles de base pour que l'ensemble des opérations optimisées puisse procurer des avantages concurrentiels dans la compétition.

L'analyse de la chaîne de valeur est donc un outil d'analyse efficace pour visualiser l'ensemble des activités de l'entreprise et pour repérer les sources potentielles d'économies de coûts et de différenciation. Ils peuvent évaluer l'optimisation des différentes activités créatrices de valeur et l'amélioration des liaisons internes entre ces activités au sein d'une firme. A partir de cela, ils peuvent effectuer certaines comparaisons entre l'entreprise cible et ses concurrents. Ce travail leur permet de prendre la décision d'investissement.

Les investisseurs s'intéressent donc aux informations concernant les sources d'avantages concurrentiels de l'entreprise cible, sa durabilité, ses perspectives d'accumulation de valeur. Ils doivent préalablement rechercher et collecter les informations concernant la chaîne de valeur de l'entreprise cible. Leur recherche repose sur 2 axes correspondant aux deux activités de la chaîne de valeur.

Dans l'axe des activités de base, les investisseurs peuvent considérer cette check-list suivante des informations concernant :

- La logistique qui comprend la gestion des approvisionnements en amont de la production (stockage, transport, relations fournisseurs). Les investisseurs, sous l'effet de l'asymétrie d'information, ont donc souvent du mal à trouver ces types d'informations.
- La production (ensemble des activités liées à la transformation en produits finis). Cette information est souvent difficile à trouver pour les investisseurs.
- La logistique externe, à savoir les activités liées à la distribution physique des produits finis (traitement des commandes, expédition)
- La commercialisation et la vente (publicité, promotion, actions commerciales)
- Les services associés (installation, formation, réparation, adaptation du produit, services après vente...)

Dans l'axe des activités de soutien, les investisseurs prennent en compte les informations suivantes pour constituer la check-list

- La fonction d'achat (approvisionnement en inputs et pièces détachées)
- La fonction de recherche et Développement (l'ensemble des actions qui visent à améliorer le produit et le processus de production)

- La fonction Gestion des ressources humaines (recrutement, formation, gestion de carrières, rémunération, motivation des équipes)
- L'infrastructure de la firme qui recouvre la direction générale, le service comptable, le service financier, le service juridique, les relations avec l'environnement extérieur, la gestion de la qualité et la gestion des systèmes d'information.

+ Les sources potentielles de création de valeur (les avantages concurrentiels):

Après avoir compris la structure de la chaîne de valeur de l'entreprise cible, les investisseurs peuvent s'intéresser à déterminer les sources potentielles d'avantages concurrentiels ou de création de valeurs. Pour ce faire, les investisseurs évaluent les compétences clés et les ressources mobilisées pour les activités issues de la chaîne de valeur, ainsi que la capacité organisationnelle permettant de maximiser les interactions des opérations internes et les relations avec les autres entreprises. En finalité, ces avantages concurrentiels sont évalués en termes de coûts ou de différenciations ou de meilleures coordinations.

2. Check-list au sujet des capacités d'exploitation et de mobilisation de ressources

Les investisseurs évaluent les compétences principales de l'entreprise en vue de prendre ses décisions d'investissement. Pour y parvenir, ils peuvent chercher des informations pour répondre à quatre questions en se basant sur les quatre critères principaux (la valeur, la rareté, le caractère non imitable et non substituable et l'organisation):

1. la valeur : L'entreprise cible dispose t-elle de ressources et de capacités suffisantes en vue de bénéficier des bonnes occasions ou neutraliser les menaces de l'entreprise ?
2. la rareté : Existe-t-il plusieurs entreprises qui disposent des mêmes sources et capacités que l'entreprise cible ?
3. le caractère non imitable et non substituable : quel coût et quelle rapidité pour acquérir ces ressources et capacités?
4. l'organisation (l'appropriation): L'entreprise cible a-t-elle la capacité d'organisation en vue d'exploiter au maximum le niveau de concurrence de ses sources et capacités ?

Grâce aux informations collectées, les investisseurs peuvent évaluer la valeur intrinsèque des ressources mobilisées qui constituent une fonction utile dans les compétitions (créer un avantage distinct) et évaluer les valeurs attribuées par le besoin (niveau d'attractivité).

3. Check-list au sujet de la compétitivité fonctionnelle de l'entreprise

La détermination de la compétitivité globale d'une entreprise s'apprécie à travers sa structuration dans différents domaines, en particulier dans les domaines financiers, commerciaux, sociaux, techniques, organisationnels et managériaux. Il s'agit non seulement d'évaluer les forces et faiblesses de l'entreprise dans ces domaines mais surtout de les comparer celles de ses principaux concurrents. La compétitivité est en effet une évaluation relative dans chaque domaine d'activité stratégique.

Point de vue relatif à la compétitivité financière

Le diagnostic financier de l'entreprise cible constitue une des tâches primordiales des investisseurs au cours de leur processus d'investissement. Cette tâche leur permet d'avoir une vue plus claire sur la capacité financière de l'entreprise cible. L'investisseur peut donc donner des évaluations liées à la capacité financière de l'entreprise cible à travers des comparaisons dans le temps ainsi que des comparaisons par rapport aux concurrents principaux.

Pour y parvenir, les investisseurs doivent se baser sur les analyses documentaires publiées par les entreprises cibles, le comité boursier et particulièrement sur les comptes, bilans et annexes financières et les rencontres directes avec des gérants des entreprises cibles. Pour évaluer l'efficacité financière de l'entreprise, les investisseurs doivent analyser la création des valeurs de l'entreprise cible et la capacité d'équilibre financier de cette dernière et les risques liés au domaine d'activité stratégique.

D'abord, cette tâche leur demande d'identifier la rentabilité financière et l'espérance de rentabilité visant la création des valeurs de l'entreprise cible. Il faut noter que cette entreprise crée la valeur si la rentabilité financière est plus grande que l'espérance de rentabilité. Grâce à la théorie financière classique, les investisseurs précisent l'espérance de rentabilité par les sources de données boursières. Cet index est identifié à travers le taux d'intérêt sans risque et la prime de risque de l'entreprise cible. En réalité, les investisseurs utilisent l'indicateur de Beta en vue d'évaluer la prime de risque systématique concernant l'entreprise cible dans le marché financier. À côté de cela, le diagnostic financier demande aux investisseurs d'avoir une connaissance sur la formation du flux financier dans l'entreprise cible. Cela leur permet de trouver des informations relatives à la rentabilité financière.

Ensuite, les investisseurs utilisent le diagnostic financier en vue d'analyser les besoins de financement, la politique de financement, la politique d'investissement nécessaire au développement ou à la couverture du besoin de fonds de roulement. Cela leur permet d'évaluer le niveau d'équilibre financier de l'entreprise cible dans un domaine stratégique de l'entreprise.

Enfin, les investisseurs utilisent également le diagnostic financier en vue d'évaluer les risques concernant les activités stratégiques de l'entreprise cible. Ces risques sont considérés comme les index principaux au service de la prise de décision des investisseurs. Ils proviennent du niveau d'endettement et de la liquidité de l'entreprise.

Les indicateurs d'évaluation mentionnés ci-dessus permettent aux investisseurs de comparer des données moyennes du domaine et/ou par rapport à celles des concurrents principaux. Cette comparaison est réalisée, normalement, par un ensemble d'indicateurs approprié. Cela aide les investisseurs à évaluer l'attrait financier de l'entreprise cible pour prendre la décision d'investissement.

Point de vue relatif à la compétitivité commerciale

Auparavant, les investisseurs s'intéressaient aux index concernant la finance de l'entreprise cible sans s'intéresser aux autres index non financiers lors de leur investissement. Cependant,

quelques auteurs et individus ont montré que ces index non financiers affectent fortement la prévision et l'évaluation concernant l'efficacité et le développement de l'entreprise. Cela affecte donc la décision de l'investisseur lorsqu'il observe une entreprise cible.

Les investisseurs doivent donc aussi observer les autres dimensions comme le commerce, la société, la technique, la gestion.

Grâce à l'analyse de la capacité commerciale, les investisseurs peuvent identifier les points faibles et forts de l'entreprise cible lors qu'ils évaluent la position de produit, de service ainsi que leur capacité de stimulation et de distribution par rapport aux autres concurrents dans le marché. Cette tâche leur permet d'identifier les différences caractéristiques sur les clients cibles, le marketing mix et la structure de distribution. À partir de cela, ils peuvent identifier si l'entreprise cible peut obtenir les chiffres d'affaires promis et protéger son avantage compétitif à long terme. Autrement dit, ils peuvent évaluer le développement efficace de l'entreprise cible en termes de compétitivité commerciale.

Pour ce faire, les investisseurs se fondent sur les 4 indicateurs : la politique de produit, celle de prix, celle de force de vente, celle de distribution. Ces indicateurs leur permettent d'avoir des évaluations sur l'efficacité commerciale de l'entreprise cible selon les différents points de vue.

Point de vue relatif à la compétitivité sociale

Lors de leur investissement, les investisseurs font attention également à l'évaluation de la politique sociale de l'entreprise cible. Cela leur permet d'évaluer la performance et le développement de l'entreprise en se basant sur les éléments suivants : La capacité d'attirer un grand nombre de talents potentiels (variable d'attraction), la capacité de combiner et de conserver de bons personnels (variable de fidélité) et la capacité de maximiser les intérêts apportés par les personnels (variable de performance).

Point de vue relatif à la compétitivité technique et technologique

La compétitivité technique est considérée comme l'un des aspects cruciaux qui permet aux investisseurs de prendre leurs décisions d'investissement. A travers l'analyse de la compétitivité technique, les investisseurs peuvent évaluer la capacité de la firme à disposer d'une capacité de défense de ses avantages concurrentiels et à développer continuellement un potentiel de recherche important. Pour ce faire, ils doivent s'appuyer sur les critères suivants (sous forme de check-list):

- Taux d'utilisation des capacités
- Degré de maturité des équipements
- Qualification de la main d'œuvre
- Degré d'automatisation
- Niveau de modernisation des procédés
- Degré de standardisation de la production

- Rythme de renouvellement des équipements.

Ce travail impose aux investisseurs d'évaluer si l'entreprise possède les ressources nécessaires pour suivre les évolutions technologiques, pour défendre ses avantages concurrentiels face à ses concurrents. Pour ce faire, les investisseurs peuvent acquérir les informations selon les critères suivants (sous forme de check-list) :

- Dépenses en Recherche & développement (% du chiffre d'affaire)
- Nombre de brevets déposés
- Nombre de chercheurs
- Relations nouées par l'entreprise avec la recherche institutionnelle
- Recours à des nouvelles matières et matériaux
- Niveau de conception d'équipements et de matériels nouveaux
- Part relative de nouveaux produits dans le chiffre d'affaires et dans les résultats opérationnels de l'entreprise.
- Degré de formalisation de la gestion des projets innovants.

Point de vue relatif à la compétitivité du management

Les investisseurs peuvent évaluer la performance de l'entreprise cible à travers l'analyse de la compétitivité du management. La compétence du dirigeant dans la gestion d'une entreprise est un bon indicateur de performance de management. Ils doivent donc rechercher et collecter les informations en se basant sur cette check-list de critères concernant les capacités de gestion comme ci-dessous :

- Capacité à définir une vision d'ensemble;
- Capacité d'anticipation et de prévision;
- Capacité à intégrer et à impliquer les acteurs de l'environnement;
- Capacité de leadership (engagement, animation, motivation, persuasion);
- Capacité à apprécier et gérer les risques;
- Capacité de coordination et de contrôle;
- Capacité de communication interne et externe ;
- Capacité de résolution des conflits;

Les investisseurs ont besoin de rechercher et de collecter les informations relatives au processus de prise de décision des dirigeants et à la capacité de l'équipe de direction à déléguer certaines décisions et à informer leurs collaborateurs des choix opérés.

A partir des analyses mentionnées ci-dessus, les investisseurs peuvent avoir une vision claire sur la performance de l'entreprise cible et ses orientations de développement sous plusieurs différents aspects d'évaluation. Cela les aide à évaluer les points forts et les points faibles de l'entreprise cible avant de prendre la décision d'investissement.

4. Check-liste à partir de la cartographie stratégique des concurrentes :

Pour compléter leur diagnostic de l'entreprise cible issu des évaluations précédents, les investisseurs peuvent évaluer la position concurrentielle de l'entreprise cible. Cette analyse se fait par domaine d'activité (DAS) bien déterminé en se basant sur les thèmes suivantes pour trouver des informations utiles:

- La position de l'entreprise sur le marché (parts de marché, volume des ventes, couverture géographique, répartition des ventes, image, notoriété, réputation, implantation internationale, et aux circuits de distribution...).
- La position et les capacités d'adaptation des concurrents : il faut établir une fiche signalétique des firmes concurrentes afin de recueillir le maximum d'informations. Cette fiche consiste à préciser ce que l'on peut indiquer au niveau des caractéristiques de chaque firme concurrente (métiers, activités, zone d'influence géographique, chiffre clés, avantages concurrentiels) et de leur stratégie à venir (voies et modes de développement, stratégies concurrentielles, projets en cours).
- L'organisation et la gestion de productivité (capacité de production, qualité de l'outil de travail, flexibilité, délai de fabrication, niveau et âge des technologies et des équipements, accords de sous - traitance, intégration amont de certains composants, politique de partenariats...)
- La politique commerciale (étendue de la gamme, cohérence des marques, qualité des produits, niveau d'originalité et de sophistication, degré de différenciation des produits, degré de renouvellement, innovations-produit, niveau de satisfaction, compétitivité des prix, politique de référencement, fidélisation des clients, fiabilité des livraisons, efficacité de la force commerciale, impact des actions de promotion et de publicité)

2.1.1.1.3 L'analyse de cohérence d'un portefeuille d'activité

Check-list à partir d'analyse des synergies entre segments stratégiques

Lors du processus d'investissement, les investisseurs s'intéressent beaucoup à évaluer la liste d'activités, particulièrement vis-à-vis des entreprises multi-activités. Cette évaluation permet aux investisseurs d'avoir une vue globale sur la performance globale de l'entreprise cible ou son développement de la valeur, y compris le dynamisme de l'entreprise. Cela les aide à préparer de manière raisonnable des décisions d'investissement.

Il y a deux types de synergies potentielles entre deux DAS:

- Les synergies de coûts liées au partage de ressources non spécifiques : Ce critère permet aux investisseurs d'évaluer si les décisions de dirigeant de l'entreprise peuvent apporter certains avantages profitables pour l'entreprise cible. Pour ce faire, les investisseurs doivent bien diagnostiquer les relations entre les activités en fonction des aspects suivants : des interconnexions de capitaux ; des interconnexions de structures, des interconnexions technologiques, des interconnexions dans la production, des interconnexions commerciales.

- Les synergies de développement liées à la complémentarité de ressources spécifiques : Ce critère conduit les investisseurs à se focaliser sur un ajustement du niveau des ressources allouées mais surtout sur les risques de pertes croisées. Par exemple : le transfert de savoir faire entre DAS ou des effets de gamme et d'image créateurs de richesse pour la firme.

2.1.2 La hiérarchie des aspects d'évaluation

A travers la check-liste produite à partir des analyses externe et interne mentionnées ci-dessus, les investisseurs peuvent déterminer leurs sous-objectifs, les degrés d'évaluation, les dimensions d'évaluation différentes, les facteurs clés de succès et les indicateurs. Ce travail leur permet d'identifier leurs besoins d'informations dans leur processus d'investissement.

Il en va de même pour l'accès traditionnel, les investisseurs doivent également hiérarchiser les niveaux d'évaluation, les aspects d'évaluation, les éléments décisifs principaux et des indicateurs. Cela les aide à avoir un système hiérarchique en vue de donner efficacement et rapidement des évaluations concernant l'entreprise cible et son environnement.

Lors que la liste de tous sujets, objets d'investissement est établie, les investisseurs peuvent attribuer à chacun un degré de priorité:

- Pour les sujets vitaux (critiques)
- Pour les sujets très importants ;
- Pour les sujets importants ;

La notation d'un degré de priorité est nécessaire quand les investisseurs doivent faire face à plusieurs sujets. Il faut noter que le degré de priorité peut se modifier en fonction du temps.

En réalité, les investisseurs peuvent appliquer la méthode d'aide à la décision multicritère en vue d'établir une liste des sujets avec le degré de priorité attribué. Selon cette méthode, les investisseurs proposent des estimations qu'ils vont associer aux critères d'évaluation. À travers cette évaluation, ils peuvent trouver les meilleurs résultats vis-à-vis des critères ainsi que des objets ci-dessus mentionnés. En réalité, les investisseurs peuvent attribuer à chaque critère un nombre. Par exemple: Le critère le plus favorable : 5; le critère le moins favorable : 1. Ces critères peut-être ramassés, rangés et synthétisés dans un tableur Excel. Il faut souligner que les investisseurs vont développer ces critères d'évaluation en se basant sur chaque type d'entreprise au cours de leur investissement Ils peuvent attribuer le degré de priorité pour les différentes facettes telles que le niveau d'évaluation (macroéconomie, méso-économie, micro-économie), les sous-objectifs, les différentes dimensions d'évaluation (finance, économie, technologie, image/réputation) et les indicateurs.

A travers notre enquête, les investisseurs institutionnels Vietnamiens privilégient l'analyse de la robustesse de l'entreprise cible (la compétence et la capacité de la mobilisation de ressources) par rapport à l'analyse de la dynamique de son environnement au niveau d'analyse méso-économique et d'analyse macroéconomique. Lors de l'évaluation de la compétitivité fonctionnelle de l'entreprise cible, ils attribuent leur degré de priorité à l'ordre suivant : finance (1), économie/commerce (2), gouvernance (3), technique et technologie (4) et social (5). En outre, les investisseurs institutionnels préfèrent les informations gratuites à celles payantes, informations formelles à celles informelles et informations primaires à celles

secondaires. Ces hiérarchisations les aident à concevoir un système hiérarchique des critères d'évaluation pour rechercher les informations nécessaires de façon rapide et efficace.

2.2 Rechercher et collecter d'information

Lors du processus d'investissement, les investisseurs peuvent trouver facilement quelques informations gratuites relatives à l'entreprise cible que publient quelques sujets concernés dans certaines dimensions. Par exemple: au sein de l'entreprise cible, certains salariés divulguent une partie de leur programme de formation. Ces informations permettent aux investisseurs d'établir partiellement des évaluations sur l'image de l'entreprise dans le domaine social ou d'administration des entreprises. L'ensemble de ces évaluations peut devenir une tendance favorable ou non pour cette entreprise.

Afin d'affirmer ou nier cette tendance, les investisseurs doivent prendre leur temps en vue de collecter plus d'informations précieuses des autres parties prenantes. Pour y parvenir, ils doivent, parfois, payer la personne qui maintient ces informations (informations payantes). En outre, les investisseurs doivent rencontrer aussi d'autres parties prenantes pour déterminer leurs opinions sur l'entreprise cible. Cependant, dans certains cas, les investisseurs ne peuvent pas trouver ces informations d'autres parties prenantes car ces derniers ne publient pas les informations précieuses en vue d'assurer leurs intérêts personnels ou collectifs. Dans un tel contexte, les investisseurs peuvent seulement attendre les informations précieuses publiées par ces parties prenantes. Il faut noter que les investisseurs peuvent donner leur point de vue sur la réputation de l'entreprise cible dans un domaine particulier lorsqu'ils ont acquis des connaissances des parties prenantes dans ce domaine. Puis, les investisseurs doivent identifier les sources d'informations disponibles affectant la réputation de l'entreprise publiées par les parties prenantes.

À partir de ces observations, les investisseurs trouvent souvent des différentes informations collectées de plusieurs sources d'informations. Ces informations sont collectées par plusieurs façons: lecture, écoute, observation visuelle, détection. Les investisseurs peuvent utiliser les différents outils: œil, appareil photo, caméra, microphone. Afin de trouver des informations utiles, ils doivent réaliser la recherche et la collecte. Cette étape va bien avec la première étape dans le cycle de renseignement : recherche et collecte des informations.

L'acquisition d'information, opération de surveillance, en amont de l'exploitation, joue un rôle important dans le processus d'investissement ou le processus d'intelligence financière. Ce processus les oblige à déterminer, dans le contexte actuel, les sources d'informations disponibles sur les entreprises et d'en dresser une typologie.

Recherche d'information :

Dans cette première étape, les investisseurs trouvent souvent des informations de référence ou brèves. Ils peuvent chercher des informations ou demander aux sources d'informations, ou lire avec beaucoup d'attention des revues de sommaires ou des revues de secondaires qui se basent sur les revues scientifiques largement publiées.

La recherche de l'information comprend des étapes suivantes :

- A. Choix des sources
- B. Formulation des questions
- C. Interrogation des sources

A, Choix des sources

En réalité, les investisseurs se basent sur les indicateurs, les aspects d'évaluation définis dans l'étape d'identification du besoin d'information en vue de déterminer des sources d'information disponibles. Cependant, cette manière peut entraîner le fait que les investisseurs ne peuvent pas collecter toutes les sources d'information disponibles dans un délai fixé. Cela les incite à ignorer un des phénomènes qui affecte fortement le prix boursier de l'entreprise cible. Dans un tel contexte, les investisseurs peuvent faire face aux incertitudes dans les marchés financiers. Pour surmonter ces difficultés, ils doivent chercher toutes les sources d'information disponibles liées à l'entreprise cible et son environnement.

Au cours de l'investissement, les investisseurs peuvent trouver plusieurs sources d'information comme les bases de données, les brevets, les revues, les livres, les thèses, les informations informelles, les autres services informationnels, Internet et les autres médias (télévisions, cinémas et radio). En réalité, aux yeux des investisseurs, ces sources d'information sont divisées en 04 types principaux : les informations publiées sur internet, les informations hors Internet largement publiées, les informations spécialisées et peu publiées (hors d'Internet), renseignements. Chaque source d'information apporte à l'investisseur des informations sur l'entreprise cible et son environnement.

Grâce à l'internet, l'investisseur peut poser facilement et rapidement différentes questions. Il peut trouver de manière facile et gratuite des informations nécessaires sur l'entreprise et son environnement.

Cependant, les investisseurs rencontrent également des difficultés lors de leur recherche des informations officielles et de points par Internet. Afin de les surmonter, ils peuvent poser des questions à travers des bases de données de points, les périodiques, généralistes et spécialisés. Dans certains cas, ces sources d'informations sont peu à peu trouvées sur Internet mais elles sont payantes. Par exemple : les bases de données, les périodiques généralistes ou spécialisés, les études multi-client. Dans d'autres cas, ils doivent tenir compte des autres informations à savoir les thèses, les rapports annuels des sociétés et les dossiers technico-économiques. Ces types contiennent des informations de points sur l'entreprise et son environnement.

À côté de cela, les investisseurs ne peuvent pas ignorer des informations sur l'entreprise cible et son environnement à travers des sources d'informations spécifiques ou peu diffusées. Ces sources d'information sont trouvées par : communiqués de presse, carnet de journaux économiques, presse locale, journaux régionaux, petites annonces, contacts avec journalistes spécialisés, journaux, portes ouvertes, journaux d'entreprise, catalogues de fournisseurs, etc.

Finalement, les investisseurs doivent également chercher les renseignements concernant l'entreprise cible et son environnement. Les renseignements normalement constituent des informations informelles et non diffusées. Ils comprennent des signaux faibles, difficiles à collecter. Cependant, ils jouent un rôle vital dans l'intelligence financière. Afin de collecter des renseignements, l'investisseur peut organiser des rencontres, des rendez-vous avec des spécialistes dans certains domaines, des cadres, techniciens et commerciaux.

B. Formulation des questions

Lorsque l'ensemble des sources d'information utiles est établi, les investisseurs ne peuvent pas traiter toutes les informations collectées dans le contexte de l'explosion de l'information. Pour surmonter ces difficultés, ils peuvent se baser sur le système hiérarchique des indicateurs d'évaluation pour sélectionner des indicateurs prioritaires concernant l'entreprise et son environnement selon différents aspects d'évaluation. À partir de cela, il peut faire la synthèse de ces évaluations afin de déterminer la performance globale de l'entreprise cible.

Il faut noter que le système hiérarchique permet aux investisseurs d'identifier le domaine prioritaire à surveiller ou le besoin d'information. Puis, les investisseurs peuvent poser des questions concernant l'entreprise cible ainsi que son environnement en vue de chercher des informations utiles. En réalité, la question se fonde directement sur chaque source d'information (façon d'accès à la source d'information, type d'information cherché) et les indicateurs ou les facteurs clés dans le domaine prioritaire à surveiller. Par exemple: dans le domaine commercial de l'entreprise cible, les investisseurs peuvent se baser sur certains indicateurs commerciaux suivants:

Diagnostic commercial	
Politique de produit	Les produits se composent-ils de plusieurs gammes ? Quelles est la visibilité internationale de produits ? Quels sont les types de clients principaux ? Quelle est la réputation et la marque sur les marchés ? Les produits sont –ils innovés ?
Politique de prix	Le prix de produit est –il raisonnable par rapport à la qualité ? Quel est le positionnement de l'entreprise par rapport aux prix psychologique ?
Politique de force de vente et politique de distribution	Quelle est la stratégie de distribution ? Quel est la zone de distribution principale de 'entreprise cible ? Comment s'organiser la chaîne de distribution ?
Politique de communication	Quel est la stratégie de communication de l'entreprise cible ?

Tableau 20 : Liste des questions pour diagnostic commercial de l'entreprise

Ces questions aident les investisseurs à trouver des orientations au service de la recherche des informations sur l'entreprise cible. Cela entraîne la création des éléments mesurables sous forme de valeur absolue ou dans les comparaisons avec les autres éléments formés. En conséquence, les investisseurs peuvent collecter facilement des données d'un problème pour comprendre mieux la structure de connaissance concernant ce domaine.

C. Interrogation d'information.

Lors de l'investissement, les investisseurs développent la méthode de l'interrogation des informations différentes selon le type d'information à rechercher, la méthode d'accès aux sources d'information, les dimensions de l'analyse, et le niveau de l'analyse.

Collecte d'information:

Lors du processus d'investissement, les investisseurs peuvent recueillir une variété d'informations relatives à l'entreprise cible et son environnement. Notons que chaque problème est lié à une nature particulière de la source d'information. Pour chercher des informations de façon efficace et rapide, les investisseurs devraient posséder une méthode de gestion des sources d'information d'une manière uniforme dans leur organisation.

Dans certains cas, ils ne peuvent pas trouver quelques informations liées à un problème lors de la recherche d'information. Parce que leur source d'information peut en limiter l'accès. Pour surmonter cette difficulté, les investisseurs peuvent chercher un point d'accès à la source d'information à travers les parties prenantes de l'entreprise cible (fournisseur, client, créancier, objet social ...) et leurs connaissances de l'entreprise cible ainsi que son environnement. Ce travail pourrait les aider à identifier les sources potentielles d'information et les stratégies dans la collecte de l'information afin de trouver les informations précieuses sur l'entreprise cible et son environnement.

Dans le contexte actuel, l'explosion de l'information oblige les investisseurs à faire face aux risques de l'information lors de leur processus d'investissement (manipulation de l'information et d'une diffusion de l'information tardive). Pour éviter ces risques, ils ont besoin d'utiliser la technique de définition de la catégorie d'information, l'une des approches de l'intelligence économique. Auparavant, cette technique permet aux investisseurs de rechercher les informations sur la base d'un certain nombre de critères clés tels que le degré d'accès à l'information et la disponibilité. Cependant, à côté des deux critères ci-dessus, les investisseurs devraient se confronter à nombreux de critères différents tels que le niveau de l'analyse, le cadre d'analyse:

- Obtention des données sur les dimensions diverses : Finance/Economie/Technologie/Image/Réputation.
- Obtention des données sur le degré d'analyse différent : Macro/Méso/Micro
- Obtention des données sur le degré d'accès : Gratuites/Payantes.
- Obtention des données sur les sources d'informations : Informelles/Formelles

Dans ce contexte, les investisseurs bénéficient de l'organisation de ces critères selon un système hiérarchique. En réalité, ce système hiérarchique est développé sur la base de l'analyse de stratégies de l'entreprise cible mentionnées ci-dessus. Pour chaque critère, les investisseurs donnent un certain degré hiérarchique précis. Ce travail les aider à définir la méthode de collecte d'information et la stratégie d'approvisionnement de source d'information de manière efficace lors du processus d'investissement des investisseurs ou lors du système de renseignement financier.

Nous présentons quelques techniques de la recherche d'information sur Internet et du renseignement que l'investisseur applique lors de leur processus d'investissement:

C.1. La recherche d'information sur internet :

Pour acquérir les informations sur internet, l'investisseur organisationnel peut mettre en place les interrogatoires périodiques. Ce travail peut être automatiquement effectué comme sur Google alert ou les interrogations périodiques.

Recherche Automatisée:

Dans le système d'intelligence financière, les investisseurs devraient s'équiper des outils permettant la collecte hebdomadaire des références liées aux sujets surveillés. Ils peuvent utiliser des moteurs de recherche ou des méta-moteurs pour effectuer ce travail. Actuellement, ces outils se développent fortement. Grâce à eux, les investisseurs peuvent souvent saisir les changements de l'environnement de l'entreprise cible (demandes de marchés, offres de marchés) ainsi que les changements dans ses activités en créant Google alert (www.googlealert.com) pour les sujets de recherche. Ces informations sont toujours mises à jour.

Grâce à ces outils, les investisseurs peuvent mettre en place une équation logique, par exemple, selon la fréquence hebdomadaire. Et puis, le moteur de recherche présente un ensemble de références pour ce profil. Lors du processus d'investissement, les investisseurs peuvent modifier l'objectif de l'investissement. Cela les fait également modifier la formulation de recherche, ajouter, supprimer les profils (tel ou tel profil) et ajouter d'autres.

Actuellement, les investisseurs peuvent trouver quelques systèmes automatiques de collecte plus ou moins sophistiqués et des services à la carte proposés par certains organismes spécialisés. Digimind, KB Crawl constituent les sociétés célèbres spécialisées dans la fourniture de services dans ce domaine. Ces outils sont souvent payants.

Flux RSS (Ou fils RSS)

À côté des moteurs de recherche et des méta-moteurs de recherche, RSS est l'un des outils de collecte automatique des informations. En anglais, RSS - Really Simple Syndication – signifie l'édition simultanée réellement simple. En réalité, François Jakobiak montre que "Un flux RSS (appelé aussi fil RSS) est un fichier informatisé contenant des informations sur les messages d'un blog ou sur les articles d'un site Internet. Il est possible de s'abonner à un flux RSS pour en recevoir toutes les informations, directement, sur ordinateur ou même sur téléphone mobile. Il y a lieu d'installer au préalable un logiciel de lecture de flux.". Aujourd'hui, cet outil se développe fortement et devient de plus en plus important pour les investisseurs, notamment les investisseurs institutionnels lors de la collecte des informations d'investissement. Donc, les investisseurs n'ignorent pas le flux RSS dans le système d'intelligence financière. Car, il les aide à acquérir les informations contenant l'environnement de l'entreprise cible, son activité ainsi que l'avis des parties prenantes (fournisseurs, investisseurs, actionnaires, clients, société civile).

Certains journaux financiers offrent le flux RSS pour l'utilisateur. Exemple: financial times ...

En fait, certains sites ne contiennent pas le flux RSS. Cela rend la collecte automatique des informations difficile pour les investisseurs. Pour surmonter cette difficulté, des organisations ont fourni des services pour créer le flux RSS pour leur site. Par exemple: Feedity, Feed43, feedyes, WebRSS..

Pour mettre à jour régulièrement les informations, les investisseurs peuvent souscrire à un abonnement sur les listes qu'ils s'intéressent dans Google Alert ou sur la plateforme de surveillance gratuite comme netvibes.

Interrogation périodique utilisant un moteur de recherche

En fait, les investisseurs rencontrent certaines difficultés précises dans la recherche d'information. Ces difficultés proviennent de diverses raisons telles que la confidentialité des informations et le débit insuffisant hebdomadaire... Dans ce contexte, ils mettent en place, eux – mêmes, une évaluation périodique de l'information et ne gardent que les références, plus récents, celles obtenues à partir de la précédente interrogation. Ce procédé peut être appliqué alors que les investisseurs surveillent l'élaboration de la technologie de l'entreprise cible.

Les investisseurs ont toujours beaucoup de demandes ponctuelles pour les questions concrètes. Dans le système de l'intelligence financière, ils peuvent résoudre ces questions sur la base de la logique de l'origine des types d'informations suivants:

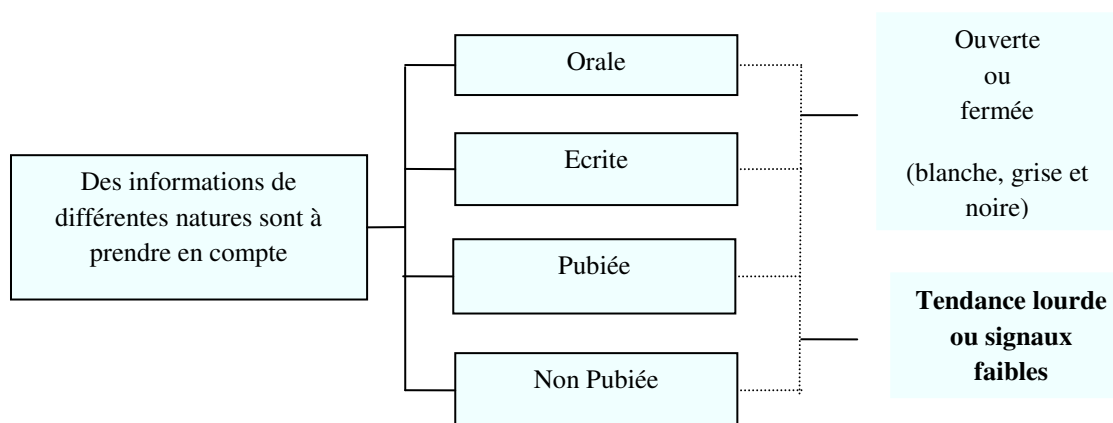


Figure 42 : Nature de l'information, François Jakobiak, 2009

Téléchargement

Après avoir obtenu les références répondant aux demandes d'information, les investisseurs devraient effectuer un examen soigneux de leurs titres et leurs résumés avec une nouvelle formulation.

Ce qui les aide à répondre à chaque question posée, en particulier, dans le cas où ils ont des demandes ponctuelles pour des informations. Après cette étape, les investisseurs téléchargent les textes complets concernant les références les plus intéressantes. Dans certains cas, certains sites internet ne leur permettent pas de télécharger les informations seulement lire. Pour surmonter ce problème, les investisseurs peuvent imprimer l'écran pour des documents auxquels ils s'intéressent et les coller dans un fichier Word ou Powerpoint.

C.2. La recherche des renseignements :

À côté des sources d'information mentionnées ci-dessus, les investisseurs s'intéressent également aux renseignements utiles lors du processus de collecte d'information relative à l'entreprise de candidate. Pour collecter les renseignements, les investisseurs doivent déterminer les sources non officielles: renseignements exploités des contacts sociaux, renseignements spontanés.

En fait, les investisseurs, en particulier, les investisseurs institutionnels peuvent réaliser directement la collecte d'information de l'entreprise cible avec des personnes employées pour organiser une collecte d'information de façon systématique. Cependant, cette collecte est souvent peu efficace pour les raisons suivantes: coût élevé, vérification des renseignements difficile, dans certains cas, insuffisance de renseignements sur l'entreprise concernée.

Pour surmonter cette difficulté, les investisseurs institutionnels peuvent mandater d'autres observateurs, connus sous le nom institutionnels des services d'information documentaire. Ces institutionnels ont des relations sociales avec des cadres, des techniciens, commerciaux ou agents de maîtrise qui, par leur fonction dans la société, sont amenés à avoir des contacts intéressants avec l'extérieur.

En réalité, ils peuvent facilement rencontrer les parties prenantes de l'entreprise cible (fournisseurs, clients, prêteurs, investisseurs, actionnaires, sociétés civiles et concurrences). Grâce à cette relation intermédiaire, les institutionnels fournissant ce service d'information peuvent répondre aux exigences des investisseurs. En outre, ces institutionnels peuvent également effectuer directement la recherche d'information, par leurs personnels. Ces institutionnels fournissent souvent des renseignements utiles. Car la qualité de l'information est essentielle à la réussite de ces institutionnels sur le marché d'information. Dans la plupart des cas, les investisseurs utilisent souvent ce service quand ils décident d'investir dans l'entreprise cible mais cela reste onéreux.

Grâce à cette méthode, les investisseurs devraient choisir les institutionnels qui fournissent les informations selon les critères suivants:

- Soit institutionnel possédant une bonne réputation, reconnu par la communauté des investisseurs organisationnels.
- Soit institutionnel reconnu par les autorités, le gouvernement.

- Simultanément les deux méthodes.

À partir des raisonnements ci-dessus, les investisseurs peuvent aussi obtenir des renseignements utiles lors de la participation aux foires, expositions, manifestations importantes), de la visite des fournisseurs, des clients, des réseaux de vente de l'entreprise cible.

C.3 La recherche d'informations hors d'internet.

Outre la recherche d'informations sur internet et celle des renseignements, les investisseurs s'intéressent aussi à acquérir les informations hors internet diffusées. Pour ce faire, les investisseurs doivent mettre en œuvre chaque stratégie de sourcing appropriée pour chaque cette typologie d'information. Par exemple : Quant aux sources d'informations payantes telles que les bases de données concernant un domaine d'activité, les investisseurs peuvent partager les frais avec les autres investisseurs institutionnels. Cela les aide à accéder aux sources d'information pertinente avec un moindre coût.

2.3 Qualification et validation des informations collectées

Après la collecte des informations concernant l'entreprise cible et ses environnements, les investisseurs doivent déterminer les informations pertinentes pour mesurer la performance globale de la firme. Ce travail est très important dans la maîtrise des informations collectées. A partir de cela, les investisseurs peuvent éviter les erreurs d'évaluation relatives à l'entreprise cible et ses environnements.

A partir de ces observations, une question se pose pour les investisseurs « comment peuvent – ils qualifier les informations pertinentes lors de leur processus d'investissement ? ». Pour répondre à cette question, ils ont besoin d'avoir une méthode de l'analyse d'un document. Cette méthode les oblige à évaluer la qualité de sources d'informations et d'informations elles – mêmes en se basant sur leur expériences.

Qualifier les sources d'informations :

Pour chaque source d'information, les investisseurs disposent des approches différentes en termes de fiabilité du contenu, de qualité de l'information, d'accès aux informations. Dans ce contexte, les investisseurs devraient disposer d'une méthode d'évaluation pour chaque source d'information avant d'évaluer une entreprise et son environnement. La synthèse des sources d'information sélectionnées peut les aider à développer un système d'information dans le processus d'investissement. Et puis, les investisseurs peuvent évaluer la performance globale de l'entreprise cible sur les aspects multiples de l'évaluation, plusieurs niveaux d'analyse, de nombreux critères d'évaluation ainsi que des indicateurs d'évaluation.

Actuellement, les investisseurs font face à beaucoup de sources d'information différentes lors de leur processus d'investissement. Par conséquent, l'analyse des sources d'information les aide à sélectionner chaque source d'information disponible. Une fois qu'une liste des sources

d'information disponibles est sélectionnée, les investisseurs ont intérêt à synthétiser toutes les sources d'information afin d'obtenir un système hiérarchique des sources d'information concernant l'entreprise cible et son environnement.

Une question se pose aux investisseurs: « Comment sélectionner la source d'information utile lors du processus d'investissement? ». Pour répondre à cette question, les investisseurs devraient sélectionner chaque source d'information avant de la synthétiser. En fait, ce travail dépend directement des heuristiques des investisseurs. Comme nous l'avons mentionné dans le premier chapitre de notre thèse, la prise de décisions des investisseurs institutionnels ou des gérants de portefeuilles dépend souvent des informations données par ses collègues. Par conséquent, la collecte de ces sources d'information est faite par de nombreux collaborateurs dans des départements d'analyse différents.

Les facteurs définitifs du choix des sources d'information dépendent de la capacité des collaborateurs /collaboratrices ainsi que leurs habitudes. Toutefois, les investisseurs ou leurs collaborateurs ne disposent pas normalement d'une méthode pour sélectionner efficacement une source d'information. Ils doivent proposer certains critères précis de sélection des sources d'information. Ces critères se développent sur la base des heuristiques des investisseurs. En fait, les investisseurs peuvent poser les questions après avoir sélectionné la source d'information:

Premièrement, les investisseurs ou leurs collaborateurs, devraient s'intéresser à la fiabilité de la source de données et pour ce faire, répondre aux questions suivantes :

- La source d'information, est – t – elle reconnue par les institutionnels possédant un bon prestige?
- La source d'information, est – t – elle fréquemment utilisée par les experts financiers, la communauté des investisseurs ?
- Est – ce que la source d'information attire un grand accès ou non ?

Deuxièmement, les investisseurs ou leurs collaborateurs peuvent poser les questions afin d'évaluer la popularité des auteurs participant à la présentation d'information dans la source d'information considéré :

- Le niveau de spécialisation de l'auteur sur le sujet abordé ?
- Cet auteur, est – t – il cité par les institutionnels possédant un bon prestige ?
- Cet auteur, est – t – il cité dans d'autres documents qui abordent le même problème ?
- Pour évaluer la qualité de la source d'information, les investisseurs ou leurs collaborateurs peuvent consulter les questions suivantes:
- Cette source d'information, contient – t – elle une grande objectivité de l'information ?
- La source d'information fournit-elle les informations utiles, utilisées par l'investisseur et vérifiées dans le long terme (l'exactitude de l'information) ?
- Quelle est – l'actualité de l'information ?

Lors du processus de sélection de la source d'information, voyons que les investisseurs classent les critères d'évaluation mentionnés ci-dessus avant de donner l'évaluation précise de l'entreprise cible.

À travers les questions ci-dessus, les investisseurs ou leurs collaborateurs cherchent des réponses appropriées afin de donner les évaluations précises des critères déterminés par avance (la fiabilité de la source d'information, la réputation de l'auteur qui donne la source d'information et la qualité de la source d'information). La synthèse des évaluations les aide à obtenir une vue précise sur la source d'information. Et puis, ils peuvent classer raisonnablement les sources d'information afin d'évaluer le rendement de l'entreprise cible.

Nous voyons que les investisseurs ou leurs collaborateurs consultent les techniques et les outils de l'intelligence économique afin de sélectionner la source d'information. Nous proposons, dans l'image ci-dessous, une grille d'évaluation de la source d'information basée sur 3 critères d'évaluation ci-dessus. Chaque critère d'évaluation est déterminé sur la base de trois indicateurs provenant des questions ci-dessus.

	Evaluation de la fiabilité de sources			
Prestige de la source	Connue	Inconnue	Suspect	Mauvaise
Niveau d'utilisation de la source dans le monde d'experts	Fréquent	Souvent	Normal	Peu
Nombre d'accès de source	Très nombreuse	Nombreuses	Moyennes	Peu

	Evaluation de la réputation d'un auteur			
Niveau d'expertise de l'auteur dans le domaine	Réputé (spécialiste)	Expertise	Moyen	Novice
Prestige de l'auteur	Connue	Inconnue	Suspect	Mauvaise
Index de citation	Fréquent	Souvent	Normal	Peu

	Evaluation de la qualité du contenu			
Niveau d'objectivité de l'information	Très objectif	Objectif	Neutre	Subjectif
Niveau d'exactitudes de l'information	Clair, précis	Valable	Vague	Dissuasif
Niveau d'actualité de l'information	Fréquent	Souvent	Normal	Peu

Tableau 21 : Grille d'évaluation des sources d'informations

Dans certains cas, les investisseurs ou leurs collaborateurs ne doivent pas répondre à toutes les questions ci-dessus pour sélectionner la source d'information utile. Par exemple, si le niveau de prestige de la source d'information n'est pas garanti, ils ne doivent pas répondre aux autres questions.

En fait, les questions ou les critères d'évaluation mentionnés ci-dessus peuvent être changés au fil du temps et dépendent des heuristiques des investisseurs ainsi que de leurs besoins.

Après l'évaluation de chaque source d'information mentionnée ci-dessus, les investisseurs ou leurs collaborateurs ont intérêt à synthétiser des sources d'information sélectionnées pour constituer une collecte des sources d'information utiles de l'investissement.

Qualifier les informations collectées :

En réalité, les investisseurs ne peuvent pas évaluer toutes les informations collectées issues de sources d'informations diverses. Ils doivent en évaluer la qualité (sur chaque document et chaque source d'information) et synthétiser toutes les évaluations sur l'ensemble des documents.

Il faut noter que chaque document dispose d'une propre source d'information. Les investisseurs ont besoin d'avoir une méthode de l'évaluation de l'intérêt de contenu du document. Dans ce contexte, les investisseurs doivent définir les critères pour réaliser cette opération d'analyse. Ce travail les oblige à se baser souvent sur leurs heuristiques et leurs habitudes. Ainsi, l'analyse d'un document est presque toujours qualitative, très rarement quantifiable ou chiffrable.

A partir de ces observations, les investisseurs ont intérêt à bâtir une base de connaissance commune au sein de leur organisme pour réaliser ce type d'opération. Cette base de connaissance permet aux acteurs de l'organisme, surtout aux veilleurs/aux traqueurs d'avoir des principes pour qualifier les informations. Elle peut être présentée sous forme d'une grille d'analyse dans laquelle les critères définis sont mis en liens lors du processus de l'analyse d'un document.

En réalité, les investisseurs peuvent se poser les questions suivantes lorsqu'ils reçoivent un document :

- La source est –elle connue ?
- L'auteur (personne ou organisme) est – il connu ?
- Quel est le contenu informatif du titre ?
- Quel est le contenu informatif du résumé ?
- Quel est ;'intérêt du texte complet ?
- Y –a-t-il une idée nouvelle, une synthèse intéressante, la mise en évidence d'un fait à prendre en compte ?

L'ensemble de ces questions aide les investisseurs à construire une grille d'analyse d'un document. Un exemple de grille d'analyse est celui de François Jakobiak. Cette grille est constituée de six critères correspondant aux six questions formulées plus haut, avec quatre critères de sélection ou d'évaluation.

	Evaluation			
Source	Connue	Inconnue	Suspecte	Mauvaise
Auteur	Réputé	Intéressant	Douloureux	Mauvais
Titre	Informatif	Peu informatif	Trop vague	Dissuasif
Résumé	Clair, précis	Valable	Vague	Dissuasif
Texte complet	Majeur	Intéressant	Limité	Dissuasif
Intérêt du document	Majeur	Important	Peu marqué	Nul

Tableau 22 : Grille d'analyse d'information, adoptée par Jakobiak, 2009

Pour utiliser cette grille, les investisseurs doivent répondre successivement aux six questions mentionnées ci-dessus et proposer une hiérarchie de ces critères d'évaluation.

En se basant sur cette hiérarchie, les investisseurs peuvent éliminer certains documents dès l'examen du titre ou dès la lecture du résumé, sans aller jusqu'à la lecture du texte complet.

Ce type de grille peut être facilement ajusté en fonction des besoins propres des investisseurs et ses contraintes. Par exemple : le contexte d'évaluation, le temps d'évaluation... Notons que cette grille semble être appliquée pour qualifier les informations éditées et diffusées, en particulier en internet, mais ne concerne pas les renseignements transmis par les autres observateurs du dispositif d'intelligence financière.

2.4 Diffusion sur une plateforme

Dans le contexte changeant, les investisseurs ont intérêt à diffuser les informations qualifiées concernant l'entreprise cible et son environnement aux bons acteurs au sein de leurs organismes. Ce travail les oblige à respecter des contraintes d'urgence, de ciblage, de confidentialité. A partir de cela, les décideurs (les gérants de portefeuilles) et leurs collaborateurs/collaboratrices (les analystes) disposent des informations pertinentes pour formuler les évaluations appropriées relatives à chaque aspect d'évaluation de l'entreprise cible.

Aujourd'hui, les investisseurs institutionnels, surtout les sociétés de gestion de fonds ont tendance à mettre à la disposition des décideurs (les gérants de portefeuille) un système informatisé. Ce dernier consiste à une banque de données interne constituée à partir des rapports finaux résultant de l'analyse et de la validation. A travers le réseau informatique central de la société, l'ensemble des utilisateurs (décideurs, notamment les gérants de portefeuilles ; les experts (les analystes) ; les observateurs (les veilleurs)) peuvent interroger cette banque de données interne à distance pour exploiter l'information de façon efficace. Cependant, ce système exige les utilisateurs à être prudents à toutes modalités d'accès.

Outre les réseaux d'information, les investisseurs institutionnels peuvent intégrer au système informatisé la diffusion de CD-ROM ou de DVD mis à jour régulièrement pour une utilisation en mode local. Cette méthode peut être privilégiée lors de la diffusion d'information puisque les investisseurs institutionnels assurent leur confidentialité.

Dans le processus d'investissement, les investisseurs institutionnels peuvent mettre en œuvre les techniques développées par le knowledge management, notamment la diffusion push-pull. Cette méthode s'assimile à la DSI (diffusion sélective de l'information), utilisée depuis des années par les services de documentation pour alimenter périodiquement en information externe leurs « clients », chercheurs, concepteurs.

En réalité, les investisseurs institutionnels visent toujours à développer un dispositif plus complet. Outre les informations externes, ils ont intérêt à diffuser les informations internes. Cela aide les acteurs au sein de la firme à mieux communiquer. Par conséquent, les décideurs (les gérants de fonds) peuvent bien préparer leurs prises de décision d'investissement.

Dans le contexte actuel, l'explosion de conduit les investisseurs institutionnels à rencontrer plusieurs difficultés de traitement d'information. Dans certains cas, ils peuvent se confronter à certaines incertitudes s'ils ne détiennent pas les informations pertinentes. Cela exige d'avoir un système de diffusion d'information pertinent afin d'aider les acteurs de la firme à communiquer facilement et à avoir des informations pertinentes au bon moment.

Pour ce faire, les investisseurs doivent bâtir un plan de diffusion précis comportant les noms des expéditeurs – destinataires sous forme d'une matrice où chaque couple expéditeur – destinataire sera examiné, au cas par cas, pour déterminer le mode de diffusion à retenir et les précautions correspondantes. Selon F.Jakobiak (2009), « c'est un document, ou le plus souvent un ensemble de documents permettant la définition de la politique de diffusion et la gestion effective de cette diffusion ». Dans le contexte actuel, les investisseurs institutionnels doivent tenir compte des critères suivants : Ciblage, confidentialité, urgence, sécurisation lors de la création d'un plan de diffusion.

Dans ce plan de diffusion, les investisseurs, notamment les sociétés de gestion de fonds doivent définir et cibler les personnes destinataires des informations à transmettre pour chaque sujet. Pour ce faire, ils peuvent se baser sur les réseaux de diffusion : les veilleurs, les experts (les analystes) et les décideurs (les gérants de portefeuille).

Pour chaque couple profil - destinataire, les sociétés de gestion de fonds doivent attribuer à toute information à transmettre un degré de confidentialité. Ce travail leur permet de protéger les patrimoines d'information pour éviter les risques de fuite informationnelle. A partir de cela, les acteurs des sociétés de gestion de fonds peuvent fournir les évaluations pertinentes concernant l'entreprise cible. En général, on retiendra les trois degrés suivants :

- Secret
- Confidentiel
- Diffusion restreinte.

Outre l'attribution du degré de confidentialité, les sociétés de gestion de fonds doivent définir des règles d'accès pour que les utilisateurs comprennent les conditions d'obtention diffusées (mémorisées). Cela les aide à trouver les informations de façon rapide et efficace.

Dans le processus d'investissement, les investisseurs, notamment les sociétés de gestion de fonds soulignent également le rôle du facteur temps. Dans certains cas, les analystes demandent du temps pour effectuer l'analyse, la validation, la synthèse des documents bruts diffusés et des renseignements captés. Cela peut conduire les sociétés de gestion de fonds à ignorer les opportunités d'investissement si les sociétés de gestion de fonds n'ont pas une méthode pour gérer les problèmes relatifs au facteur temps dans le plan de diffusion. Dans ce contexte, elles ont intérêt à attribuer un degré d'urgence pour les sujets divers concernant l'entreprise cible. En général, on peut concevoir et retenir trois degrés d'urgence :

- Urgence flash
- Urgent
- Périodique

En réalité, les acteurs au sein des sociétés de gestion de fonds peuvent échanger les informations à haute valeur ajoutée. Ces informations jouent un rôle très important dans la prise de décision d'investissement. Dans ce contexte, les sociétés de gestion de fonds doivent mettre à disposition des logiciels pour sécuriser les échanges de ces types d'informations.

En outre, le plan de diffusion oblige les investisseurs, surtout les sociétés de gestion de fonds à prendre en compte dans leur processus d'investissement : les structures d'échanges périodiques et celles d'échanges permanents. En général, les structures d'échanges d'information sont formées en se basant sur les types d'informations publiées auxquels les acteurs des sociétés de gestion de fonds s'intéressent. Dans certains cas, les gérants de portefeuille ont besoin des informations concernant un domaine économique, son marché, les tendances de ces derniers dans leur phase de recherche d'information. Notons que ces types d'information sont souvent diffusés de façon périodique. Ainsi, les sociétés de gestion de fonds peuvent concevoir un périodique pour répondre aux besoins d'information des utilisateurs des sociétés de gestion de fonds. Pour ce faire, ils peuvent centraliser tous ces types d'informations à partir des revues nationales ou étrangères correspondantes en ajoutant les informations internes importantes à leur banque de données internes. Dans d'autres cas, les sociétés de gestion de fonds doivent connaître en permanence les avis d'autres acteurs (veilleurs ; décideurs, analystes) concernant l'entreprise cible au sein de leurs organismes. Pour ce faire, ils doivent mettre à disposition des outils de diffusion suivants : Internet, intranet ; téléphones mobiles ; journaux téléphoniques ; téléconférences... dans leurs organismes.

2.5 étude de cas sur une entreprise Vietnamiennne

Le cas de la société par action Vinh Hoan

Nous avons choisi le contexte du terrain Vietnamiennne comme sujet d'expérimentation de notre modèle de prise de décision d'investissement en situation d'incertitude. Il faut rappeler que notre modèle se compose de deux cycles de renseignement financiers différents et complémentaires. A travers le premier cycle de renseignement financier, les sociétés de

gestion de fonds peuvent identifier et détecter les opportunités d'investissements ou les risques afin de préparer leur choix de prise de décision d'investissement sur l'entreprise cible (achat ou non). Une fois les titres de l'entreprise cible achetés sur les marchés boursiers, elles doivent continuer à utiliser le deuxième cycle de renseignement financier pour anticiper les risques et les menaces pour qu'elles puissent éviter les conséquences indésirables concernant leur investissement. En réalité, ces deux cycles de renseignement financier se basent sur une démarche identique pour laquelle nous avons adopté l'approche de l'intelligence économique et la technique de gestion de l'imprévisible à appliquer dans le domaine du marché financier.

En réalité, notre cycle de renseignement financier est une nouvelle approche de prise de décision d'investissement en situation d'incertitude dans le monde académique ainsi que professionnel. Dans notre recherche bibliographique, nous n'avons pu trouver d'approche similaire. De plus, le contexte de marché financier Vietnamien manque d'outils d'aide à la décision efficaces complétant l'approche traditionnelle de l'analyste et prévisionniste financiers en situation d'incertitude. Cela se confirme dans nos enquêtes auprès des investisseurs institutionnels Vietnamiens.

Dans ce contexte, nous avons intérêt à illustrer notre méthode, surtout l'étape d'interrogation par une étude de cas portant sur une entreprise Vietnamiennne non financière cotée en bourse. Pour ce faire, nous avons décidé de choisir la société par action Vinh Hoan comme entreprise cible à investir. Ce travail nous permettra de montrer d'un côté l'efficacité de notre modèle, d'autre coté la richesse des sources d'information autour de l'entreprise cible dans le contexte économique du Vietnam d'aujourd'hui.

Dans notre étude de cas, nous nous focalisons sur le premier cycle de renseignement financier permettant de préparer la prise de décision d'investissement sur le choix de l'entreprise cible (achat des titres ou non). Cette phase est l'étape suivante de la phase d'évaluation préliminaire de l'appel d'offre d'investissement dans laquelle nous pouvons connaître les informations sur les trajectoires stratégiques de l'entreprise cible et leur segmentation stratégique. Ces informations permettent d'identifier les domaines d'activités stratégiques (DAS) de l'entreprise cible et d'évaluer ses stratégies dans le passé ainsi que dans le présent. Cela permet aux gérants de portefeuilles de hiérarchiser les DAS en fonction de la hiérarchie de leurs critères d'évaluation d'investissement. Dans notre étude de cas, nous pensons que la hiérarchie de DAS dépend strictement de la proportion du chiffre d'affaires de l'entreprise cible. A partir de cela, nous pouvons choisir le DAS qui a la meilleure proportion du chiffre d'affaire comme un échantillon représentatif afin d'illustrer notre méthode de prise de décision dans le contexte changeant, notamment l'étape de l'interrogation.

Pour comprendre le contexte d'étude de cas, nous allons présenter brièvement les informations générales concernant la société par action de Vinh Hoan.

Présentation de Vinh Hoan :

La Société de Vinh Hoan est a été créée le 29 décembre 1997 par **Mme Truong Thi Le Khanh**, dans la province de Dong Thap, rattachée au Delta du Mékong, société spécialisée dans la transformation et l'exportation de poissons (**Pangasius** et de Basa). La société continue à se développer et à ajouter de la valeur pour toute la chaîne de produits à travers l'extension de l'élevage afin de contrôler activement les matières premières et de renforcer la capacité de transformation, d'exportation vers la durabilité. Depuis 2010, la société de Vinh Hoan maintient sa position au premier rang du Vietnam dans la transformation et l'exportation de **Pangasius**, avec une croissance annuelle moyenne de 12,8%, 2 fois supérieure à celle du secteur de transformation, d'exportation de **Pangasius** dans la période 2010-2014 qui était de 5,6%. La marque de Vinh Hoan constitue le choix préféré de l'importateur étranger lors de sa recherche de fabricant ayant du prestige, fournissant des produits de haute qualité avec une stratégie de développement durable basée sur l'équilibre des facteurs environnemental - social et économique.

Les produits de Vinh Hoan sont maintenant présents dans 40 pays. L'Europe et l'Amérique, les deux marchés principaux, représentent plus de 70% de la valeur totale des exportations, . De plus, il existe un marché australien (7%), à Hong Kong (4%) et au Canada (5%) ...

La Société de Vinh Hoan est cotée sur la bourse à partir du 24 décembre 2007.

Historique de la société par actions de Vinh Hoan.

Années	Eléments marquants (jusqu'en 2012)
1997	Le 29-12-1997: est créée la première fois sous la forme de société privée dans la cité municipale de Sa Dec, province de Dong Thap.
1999	Le décembre 1999: devenue SARL de Vinh Hoan ; elle a déménagé à la cité municipale de Cao Lanh (aujourd'hui la ville de Cao Lanh)
2000	Reçoit le code d'exportation vers le marché européen (DL147)
2005	Mise à niveau de l'usine avec le système de convoyage automatique Certificat ISO 9001:2000, ISO 14001:2004, BRC:2005 và IFS version 4
2007	<ul style="list-style-type: none">• Deuxième entreprise de transformation des produits aquatiques (DL 61) en fonctionnement• Création de la Société par actions des aliments pour l'élevage des produits aquatiques de Vinh Hoan 1• Création de la Société de Vinh Hoan (USA) Inc., à la congrégation de California (USA).• Transformée avec réussite en Société par actions de Vinh Hoan possédant les actions cotées publiquement.
2008	Troisième entreprise de transformation des produits aquatiques (DL 500) en fonctionnement
2009	Obtient le certificat AQUAGAP de l'élevage des produits d'origine aquatique

	Le laboratoire de la société acquiert le certificat ISO/IEC 17025:2005
2010	<p>Accéder au premier rang de l'exportation de Pangasius du Vietnam selon la statistique de l'Association de transformation et d'exportation des produits aquatiques (VASEP)</p> <p>Obtient le certificat GLOBAL G.A.P de l'élevage de Pangasius Obtenir le certificat ISO 22000 du système de gestion de la qualité</p>
2011	<p>SARL de l'alimentation de Vinh Hoan 2 et de Vinh Hoan 3 sont créées, spécialisé dans la production du riz.</p> <p>Vinh Hoan Collagen 5 est créé, spécialisée dans la production de collagen et de gelatin provenant de la peau de Pangasius.</p> <p>Obtient le Médaille du Travail en classe III pour la collectivité de la Société par actions de Vinh Hoan et Mme TRUONG Thi Le Khanh, selon la Décision n° 150 / QĐ-CTN du 28/01/2011 du Chef d'État.</p> <p>Obtient le prix GRAND PRIZE BEST NEW RETAIL PRODUCT au concours Seafood Prix d'Elite 2011 dans la foire ESE à Bruxelles, Belgique.</p> <p>Obtient le certificat Best Aquaculture Practice - BAP (2 étoiles) de la production et de l'élevage.</p>
2012	<p>Obtient la Médaille du Travail en classe II pour la collectivité de la Société par actions de Vinh Hoan selon la Décision n° 1261 / QĐ-CTN du 21/08/2012 du Chef d'État.</p> <p>Vinh Hoan est maintenant la première entreprise du Vietnam qui obtient le certificat de l'élevage durable ASC (Aquaculture Stewardship Council) pour l'écloserie</p>

Tableau 23 : Historique de la société par action VINH HOAN

Les filiales de Vinh Hoan :

Vinh Hoan s'exerce sous la forme de société mère avec des filiales. Voici ses filiales:

1. SARL de l'alimentation de Vinh Hoan2

- Adresse: Hacienda de Tan An, commune de Binh Thanh Trung, district de Lap Vo, province de Dong Thap
- Apports de Vinh Hoan : 98,6 %
- Secteurs d'activité principaux: production du riz

2. SARL de l'alimentation de Vinh Hoan3

- Adresse: Parc industriel de Truong Xuan, Hacienda 4, Truong Xuan, district de Thap Muoi, province de Dong Thap
- Apports de Vinh Hoan: 90%
- Secteurs d'activité principaux: production du riz

3. SARL de l'alimentation de Vinh Hoan4

- Adresse: Hacienda 4, commune de My Hiep, ville de Cao Lanh, province de Dong Thap

- Apports de Vinh Hoan: 100%

4. SA de Vinh Hoan Collagen 5

- Adresse: Route nationale 30, commune 11, ville de Cao Lanh, province de Dong Thap
- Apports de Vinh Hoan: 85%
- Secteurs d'activité principaux: production de Collagen et Gelatin provenant de la peau du poisson

5. Vinh Hoan USA

- Adresse: N° 2, Mahogany Drive, Irvine, California 92620, USA
- Apports de Vinh Hoan: 15%

6. Entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée de la transformation des produits alimentaires pour l'exportation de Van Duc à Tien Giang

- Adresse: Hacienda de Dong Hoa, commune de Song Thuan, district de Chau Thanh, province de Tien Giang
- Apports de Vinh Hoan: 99,06%
- Secteurs d'activité principaux: production de poissons

7. Entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée de Vinh Hoan à Hau Giang

- Adresse: Hacienda de Mua Xuan, commune de Tan Phuoc Hung, quartier de Phung Hiep, province de Hau Giang
- Apports de Vinh Hoan: 100%
- Secteurs d'activité principaux: production de poissons

Stratégie de la société par action de Vinh Hoan :

Caractéristiques de l'entreprise

La société Vinh Hoan est une société familiale d'envergure internationale (comité de direction composé de 2 nationalités différentes). Une société de gestion de fonds (Red River Holding (RRH)) détient 15,8% des actions de Vinh Hoan. Depuis 2007, Vinh Hoan a implanté une filiale aux Etats Unis. Au début de 2015, cette société a ouvert une nouvelle filiale à Singapour. Aujourd'hui, elle est présente sur 3 activités principales (l'aquaculture, la nourriture; le riz). Aujourd'hui, elle est devenue l'un des leaders aquacoles Vietnamiens.

Chiffre clés sur la période 2010 – 2014 :

La période 2010 – 2014 était une période tendue pour l'économie Vietnamienne à cause d'une conjoncture difficile. Néanmoins, les résultats financiers affichent une forte croissance dans un environnement très concurrentiel.

En million de dongs	2014	2013	2012	2011	2010
Chiffre d'affaires	6.300.115	5.104.982	4.236.484	4.114.060	3,021.655
Marge brute d'exploitation	746.332	415.927	419,899	633.931	391.338
Résultat	625.501	305.103	329,667	550.527	317.653

d'exploitation					
Résultat avant impôt	587.062	227.547	269,636	480.094	272.881
Résultat net de l'ensemble consolidé	462.913	176.038	232,743	412.974	228.576
Résultat net du Groupe	439.152	158.386	210,450	394.343	214.035
Dette	2.605.206	993.335	1.668.512	1.100.805	836.972
Effectifs	4.491.964	2.549.617	3.073.558	2.407.619	1.822.086

Tableau 24 : chiffres clés consolidés de VINH HOAN

Définition de la *mission de l'entreprise*

On peut, en fonction des données à disposition, définir la mission de l'entreprise de la manière suivante :

« Fabricant et exportateur de produits de l'aquaculture (pangasius), disposant d'une stratégie de développement durable et d'optimisation de la chaîne de valeur grâce à la mise en œuvre de haute technologie, avec les missions suivantes :

- Construire et de protéger la marque de pangasius Vietnamien.
- Protéger l'environnement naturel en exploitant les ressources avec les responsabilités.
- Approvisionner les produits de bonne qualité avec des critères stricts d'hygiène pour assurer la santé des consommateurs.
- Apporter la valeur pour les sociétés civiles à travers les activités de l'entreprise.
- Créer la confiance, la valeur, le chiffre d'affaire et le bénéfice pour les clients, les fournisseurs et répondre aux attentes des actionnaires.
- Assurer le travail stable des employées et améliorer leur vie économique ».

Métiers et domaines d'activités

Vinh Hoan a comme principal métier, celui de transformer, fabriquer et commercialiser des produits alimentaires. Ce métier de transformation, de fabricant et de commerçant s'exprime dans trois principaux domaines d'activités qui représentent 99% du chiffre d'affaire de l'entreprise.

- L'aquaculture
- La nourriture
- Le riz

Répartition du chiffre d'affaires par activités en 2014

	L'aquaculture	La nourriture	Le riz	Autres activités (collagen)
% chiffre d'affaires	85%	8%	6%	1%

Tableau 25 : Répartition du chiffre d'affaires par activités de Vinh Hoan en 2014

Vinh Hoan est également présent sur le métier du bien-être, fondé en 2008 et spécialisé dans la production de collagène, gelatine. Ce domaine d'activité a une faible contribution dans le chiffre d'affaire global de Vinh Hoan mais le Vietnam est un marché de masse pour ce secteur. Vinh Hoan effectue certaines activités pour promouvoir sa distribution de ses produits de collagène et de gelatine sur le marché Vietnamien. Donc, c'est une bonne opportunité pour Vinh Hoan dans un avenir proche.

Stratégie de développement

La stratégie du Groupe Vinh Hoan s'appuie sur un certain nombre d'actions au cœur de la réussite de son entreprise :

- Une politique de domination par les coûts (optimisation au niveau du coût des matières premières, rationalisation du processus de production, choix ciblé des canaux de distribution). Vinh Hoan a mis en place un processus de rationalisation. Cette stratégie permet à l'entreprise de proposer des produits à prix attractifs pour le client dans un bon rapport qualité – prix.
- Une politique de Produit autour des produits à valeur ajoutée diffusée dans les différentes zones géographiques.

Il faut noter que Vinh Hoan a également fait le choix d'assurer les principes de la limitation des risques pour l'environnement et l'hygiène pour les consommateurs. Elle a intégré une gestion environnementale dans ses opérations quotidiennes, en limitant dans ses usines, les risques pour l'environnement et en traitant l'eau après la production.

Modes de développement

L'entreprise se développe essentiellement par croissance interne avec des acquisitions ponctuelles qui viennent renforcer le positionnement stratégique de l'entreprise. On peut distinguer :

- Un développement par croissance interne : Vinh Hoan a construit ses propres usines de transformation de pangasius, fournit la nourriture aux poissons et établit ses filiales aux Etats Unis et à Singapour. Cette stratégie a pour objectif d'optimiser la chaîne de valeur et diminuer les coûts de production.
- Un développement par croissance externe : Vinh Hoan a effectué les fusions et les acquisitions stratégiques sur des logiques de développement géographiques et les acquisitions de nouvelles stratégies. Par exemple : elle a déjà acheté la société de Van Duc Tien Giang qui travaille dans le même secteur de l'aquaculture. En outre, elle a vendu la société de Vinh Hoan 4. Cela l'aide à se concentrer sur le domaine d'activité de l'aquaculture.
- Un développement par croissance conjointe (joint-venture, partenaires, alliance stratégique). En fait, Vinh Hoan a créé un lien étroit avec certaines entreprises à l'étranger (Angleterre, Pays Bas, Canada, Australie) pour faciliter ses exportations aux marchés étrangers.

V.1. Interrogation sur le secteur de l'aquaculture:

A travers les informations concernant la société de Vinh Hoan mentionnées ci-dessus, le secteur de l'aquaculture représente 85% du chiffre d'affaires du groupe en 2014. D'ailleurs, la société Vinh Hoan est le leader des sociétés d'exportation des pangasius au Vietnam. Sur ce DAS, Vinh Hoan connaît une progression constante de son chiffre d'affaires depuis 2010. A partir de ces observations, nous nous focalisons sur ce secteur pour illustrer notre cycle de renseignement financier, surtout l'étape d'interrogation dans la préparation de choix d'investissement (achat des titres de Vinh Hoan ou non).

Définition des besoins d'informations des investisseurs sur le secteur de l'aquaculture.

Comme nous avons mentionné ci-dessus, les sociétés de gestion de fonds doivent s'appuyer sur les activités de l'entreprise cible et sa nature de produits pour définir leurs besoins d'information et leurs priorités des critères d'évaluation avant de procéder aux recherches et collectes d'information sur l'entreprise cible (Vinh Hoan).

Pour ce faire, les analystes, les gérants de portefeuilles doivent préciser les informations nécessaires dans les deux chaînes d'évaluation de Vinh Hoan (diagnostic externe et interne) dans une réunion de travail. Ce travail les oblige à se baser sur les analyses stratégiques ainsi que leur système hiérarchique des critères d'évaluation tels que leurs niveaux d'évaluation (macroéconomique, méso-économique, microéconomique), leurs sous objectifs, leurs dimensions d'évaluation (finance, économie, technologie et image/réputation). A partir de cela, ils peuvent désigner les veilleurs qui s'occupent de rechercher et collecter les informations nécessaires. Au cours de cette réunion, les participants peuvent donner leurs propositions pour éviter les risques d'ignorance des informations. En fin de la réunion, une feuille sera créée pour définir les missions de chaque participant.

Dans le processus d'investissement, ces acteurs privilégient l'évaluation de la robustesse de Vinh Hoan par rapport aux autres évaluations (méso-économique et macroéconomique). Cela les oblige d'abord à évaluer les ressources internes de Vinh Hoan et sa compétitivité sur le secteur de l'aquaculture (diagnostic interne). Ensuite, ils continuent de déterminer les impacts potentiels des éléments extérieurs à travers l'évaluation de la dynamique sectorielle du secteur de l'aquaculture (diagnostic externe).

Dans le diagnostic interne ainsi que celui externe, les participants continuent à trouver de nombreux sous-objectifs différents. Dans ce contexte, ils ont besoin d'attribuer les degrés de priorité pour ces derniers en fonction de la nature du secteur de l'aquaculture et les activités de Vinh Hoan.

Dans le secteur de l'aquaculture, le coût de production joue apparaît comme un facteur clé de succès de la firme. Ainsi, il faut privilégier à l'évaluation de la chaîne de valeur et les sources potentielles de création de valeur de Vinh Hoan, ses compétences principales, ses compétitivités fonctionnelles dans l'évaluation des ressources internes et sa compétitivité (diagnostic interne).

La hiérarchie des sous objectifs est présentée dans le tableau suivant :

Niveau d'analyse	Sous objectif	Degré de priorité	Acteurs
Evaluattion des ressources internes et sa compétitivité (diagnostic interne)	La chaîne de valeur et les sources potentielles de création de valeur de Vinh Hoan	3	Veilleur 1
	Compétences principales	3	Veilleur 1
	Compétitivités fonctionnelles	3	Veilleur 1
	La situation de ses concurrents	2	Veilleur 1
Evaluation de la dynamique sectorielle du secteur de l'aquaculture (Diagnostic externe)	Les contraintes environnementales et sociétales d'un segment stratégique (Analyse PESTEL)	1	Veilleur 2
	Etude du secteur et des marchés – cartographies sectorielles	2	Veilleur 3
	Etude du cycle de vie des technologies	2	Veilleur 3
	Etude du développement du système concurrentiel de secteur de l'aquaculture	2	Veilleur 2
	Etude de 5 forces de Porter de secteur de l'aquaculture.	2	Veilleur 3
	Repérer les attentes et contraintes des parties prenantes de Vinh Hoan	2	Veilleur 1

Tableau 26 : La hiérarchie des sous objectifs

Ce tableau se compose de plusieurs sous-objectifs différents dans le processus d'investissement. On peut attribuer à chaque sous- objectif un nombre pour le degré de priorité dans le processus d'investissement. Un sous-objectif vital porte la valeur de 3 ; celui très important vaut 2 et celui important vaut 1. Ce tableau montre les veilleurs chargés de rechercher et de collecter les informations nécessaires dans les étapes suivantes.

Dans les sous-objectifs, les participants peuvent trouver de nombreux critères d'évaluations différents ou/et des dimensions d'évaluations diverses. Dans ce contexte, ils doivent continuer à hiérarchiser les critères d'évaluation et les dimensions d'évaluations diverses. Pour ne pas aller trop en détail, nous présentons certaines hiérarchies des critères d'évaluations ou celle des

dimensions d'évaluations (finance, économie, technologie et image/réputation) pour certains sous-objectifs dans le tableau suivant.

Sous objectif	Critère d'évaluation	Degré de priorité
La chaîne de valeur et les sources potentielles de création de valeur de Vinh Hoan	Etude des activités créatrices de valeur	4
	Etude des activités de soutien	3
	Etude des avantages concurrentiels	4
Compétitivités fonctionnelles	Compétitivité financière	5
	Compétitivité commerciale	4
	Compétitivité sociale	2
	Compétitivité technologique et technique	3
	Compétitivité du management	4
Etude de 5 forces de Porter de secteur de l'aquaculture	Rivalité entre les firmes existantes.	3
	Pouvoir de négociation des fournisseurs	4
	Pouvoir de négociation des clients	5
	Risque de nouveaux entrants	2
	Risque de produits ou services de substitution.	3
Repérer les attentes et contraintes des parties prenantes de Vinh Hoan	Les objectifs et les contraintes des actionnaires	5
	Les attentes et valeurs des dirigeants	4
	Les contraintes liées aux acteurs institutionnels	3
	Les prises en compte des autres parties prenantes de l'entreprise.	3

Tableau 27 : La hiérarchie des critères d'évaluations

Dans ce tableau, les critères d'évaluation vitaux portent la valeur de 5 tandis que ceux moins importants est 1. Le degré de priorité est évalué de façon descendante.

Grâce à ces tableaux, les participants peuvent proposer la feuille de route permettant de définir la mission de chacun dans la recherche et la collecte d'information.

Rechercher et collecter les informations

Après avoir défini les besoins d'informations, les sociétés de gestion de fonds, notamment les veilleurs doivent procéder à la recherche et la collecte d'informations concernant Vinh Hoan dans le secteur d'aquaculture. Ce travail les oblige à réaliser 3 étapes comme suit :

- Choix des sources d'informations

- Formulations des questions
- Interrogations des sources d'informations.

A, Les sources d'informations relatives au groupe Vinh Hoan.

Les veilleurs peuvent trouver plusieurs types d'informations (formelles ou informelles, macroéconomiques ou microéconomiques, techniques ou financières, payantes ou gratuites) et les sources d'informations disponibles concernant le groupe Vinh Hoan, notamment ses activités dans le secteur d'aquaculture. Ils doivent les collecter et les sauvegarder dans une base de données des sociétés de gestion de fonds.

Ils utilisent l'internet comme un moyen pour accéder à certaines sources d'informations de façon rapide et régulière.

Le tableau ci-dessous nous fait l'état des sources d'informations disponibles sur internet concernant Vinh Hoan : type de sources et nature des informations disponibles. Pour plus de détails (les liens url), veuillez voir en annexe. Tableau : *Sources d'informations disponibles* concernant Vinh Hoan et son environnement.

Outre Internet et les bases de données spécialisées, les veilleurs peuvent s'intéresser aux sources d'informations spécifiques ou peu diffusées. Ils peuvent consulter les informations concernant Vinh Hoan à travers communiqués de presse, presse locale, journaux régionaux, petites annonces, contacts avec journalistes spécialisés, journaux, portes ouvertes, journaux d'entreprise, catalogues de fournisseurs, etc.

Enfin, les renseignements procurent aux veilleurs les informations informelles et non diffusées concernant l'entreprise cible. Ils jouent un rôle très important dans les prises de décision des sociétés de gestion de fonds, notamment dans le contexte économique Vietnamien. Pour collecter les renseignements, les veilleurs peuvent rencontrer avec certains spécialistes dans différents domaines concernant Vinh Hoan.

B. Formulation des questions

Après avoir collecté toutes les sources d'informations disponibles, les veilleurs se basent sur les systèmes hiérarchiques des critères d'évaluations mentionnés ci-dessus pour déterminer les critères prioritaires dans la recherche d'informations concernant Vinh Hoan et son environnement. Ces critères les aident à déterminer les niveaux d'analyse prioritaires, les sous-objectifs prioritaires et les critères d'évaluations prioritaires pour poser les questions utiles. Ces questions se basent sur chaque source d'information et les indicateurs prioritaires dans le sous – objectif prioritaire.

Nous reprenons l'exemple du diagnostic commercial mentionné ci-dessus pour illustrer la méthode que les veilleurs peuvent poser les questions concernant la compétitivité commerciale de Vinh Hoan.

A travers ces questions, les veilleurs peuvent chercher facilement les informations utiles concernant un sujet à traiter, comme la compétitivité commerciale dans cet exemple.

C. Interrogation d'information

Les sociétés de gestion de fonds recherchent de nombreuses informations relatives à la société de Vinh Hoan et à son secteur de l'aquaculture. Pour améliorer la qualité de ce travail, les sociétés de gestion de fonds doivent se baser sur leur système hiérarchique des critères d'évaluations, la nature des sources d'informations (formelles ou informelles) et le degré d'accès d'information (payant ou gratuit) afin d'organiser une base de données dans laquelle les informations seront stockées.

Dans la pratique, les veilleurs privilégient la recherche des informations formelles par rapport à celles informelles, et la recherche des informations gratuites par rapport à celles payantes. En outre, ils privilégient la recherche d'informations en se basant sur la nature de sources d'information par rapport à celle en se basant sur le degré d'accès d'information.

Dans l'étape de l'interrogation d'information, les sociétés de gestion de fonds, notamment les veilleurs peuvent trouver les informations utiles à travers l'Internet, les renseignements, les informations hors internet diffusées.

Sur l'internet, les veilleurs utilisent quelques outils de recherche automatique pour trouver les changements des informations concernant l'entreprise cible (Vinh Hoan) et son secteur de l'aquaculture. C'est le cas lorsqu'ils cherchent à répondre aux questions concernant la politique de prix de la société de Vinh Hoan. Les veilleurs peuvent créer un Google Alert avec une fréquence hebdomadaire pour surveiller les changements concernant les prix de produit de Vinh Hoan. De plus, ils peuvent s'abonner aux flux RSS des sites d'internet identifiés dans leurs sources d'informations disponibles sur une plateforme de surveillance gratuite comme netvibes.

Dans le processus d'investissement, les gérants de portefeuilles ont toujours des questions concrètes sur la société de Vinh Hoan. Par exemple : Ils peuvent demander aux veilleurs de trouver les commentaires des clients principaux de Vinh Hoan sur le prix de produits. Pour ce faire, les veilleurs peuvent créer une alerte sur les sources d'informations disponibles pour acquérir les informations nécessaires de façon périodique. D'ailleurs, ils peuvent les chercher simplement sur leurs bases de données.

Après avoir obtenu toutes informations nécessaires, les veilleurs doivent vérifier leurs titres et leurs résumés pour répondre aux questions posées. Ensuite, ils téléchargent les Full text concernant la société de Vinh Hoan et son secteur.

Outre l'interrogation d'informations sur internet, les veilleurs utilisent également les informations hors internet diffusées. Dans certains cas, les gérants de portefeuilles s'intéressent aux informations concernant l'évolution du secteur de l'aquaculture, les analyses avec des données statistiques intéressantes comme le volume des exports des pangasius des concurrents de Vinh Hoan. Pour acquérir ces types d'informations, les veilleurs peuvent les trouver à travers les presses spécialisées tels que les magazines de l'aquaculture. Si cette méthode ne leur permet pas de les trouver, ils peuvent utiliser les sources d'informations payantes. Par exemple : les rapports des exports de pangasius proposées par l'association des exportateurs et des producteurs de fruits de mer Vietnamiens. Le prix de ce rapport est très cher. Dans ce contexte, ils peuvent partager les frais avec les autres sociétés de gestion de fonds pour accéder à cette source d'information avec un moindre coût.

Dans le contexte économique Vietnamien, la recherche des renseignements joue un rôle vital pour les sociétés de gestion de fonds en général et les veilleurs en particuliers. En effet, certaines informations relatives à Vinh Hoan sont seulement collectées à travers les renseignements car elles sont peu diffusées sur internet ou les autres sources d'informations. Par exemple : l'évaluation de la capacité de coordination et de contrôle de la direction générale de Vinh Hoan. Pour ce faire, les sociétés de gestion de fonds peuvent utiliser les veilleurs ponctuels qui ont des relations intimes avec les gens de la direction générale de la firme. Ces veilleurs ponctuels peuvent être les fournisseurs, les clients, les partenaires de Vinh Hoan. Si les sociétés de gestion de fonds n'ont pas ces relations, elles utilisent certains courtiers d'informations ou certains services de sondages qui peuvent avoir des relations avec les parties prenantes de Vinh Hoan. Cela les aide à obtenir les informations sur l'évaluation de la capacité de coordination et de contrôle de la direction générale de Vinh Hoan. En réalité, les sociétés de gestion de fonds ont intérêt à développer leur relation professionnelle en participant aux foires, expositions ou en visitant les fournisseurs de Vinh Hoan. A partir de cela, elles peuvent avoir les informations utiles sur la firme.

Valider les informations collectées.

Après avoir collecté les informations concernant la société de Vinh Hoan et son secteur de l'aquaculture, les sociétés de gestion de fonds s'intéressent à identifier les informations pertinentes pour éviter les erreurs dans l'étape suivante. Pour ce faire, les sociétés de gestion de fonds, notamment les veilleurs doivent utiliser la méthode de l'analyse d'un document pour qualifier les sources d'informations et les informations elles-mêmes en se basant sur leur expérience.

En réalité, certaines informations sur la société de Vinh Hoan et son secteur de l'aquaculture sont diffusées par plusieurs sources d'informations différentes. Cela conduit les veilleurs à se confronter à des informations redondantes. Ces dernières peuvent influencer la qualité d'évaluation des analystes dans l'étape de conception. Par exemple : les veilleurs peuvent trouver les informations suivantes : « Vinh Hoan a exporté environ 144 millions de USD pendant 7 premiers mois, complétant 60% de la planification de l'année ». Ce sujet apparaît dans certaines sources d'informations différentes sous les formes différentes telles que les nouvelles concernant la firme ou les informations d'analyse.

Vinh Hoan a exporté environ 144 millions de dollars pendant 7 premiers mois, complétant 60% de la planification de l'année

Parmi les 10 meilleurs exportateurs de pangasius Vietnamiens, il faut prendre en compte l'apparition de Hung Vuong, Nam Viet – Navico, société par action du développement multinational ou société par action d'export, d'import de l'aquaculture An Gian – Agifish.

D'après la société par action de Vinh Hoan (VHC), pendant 7 premiers mois de l'année 2015, la valeur d'exportation de l'aquaculture atteint à 143,7 millions de dollars, croissance de 22,8 millions de dollars (correspondant à 19%) par rapport à la même échéance de l'année 2014.

En 2015, Vinh Hoan planifie d'exporter 240 millions de dollars, avec les résultats parvenus pendant 7 premiers mois de l'année, la société a atteint 60 % de l'objectif.

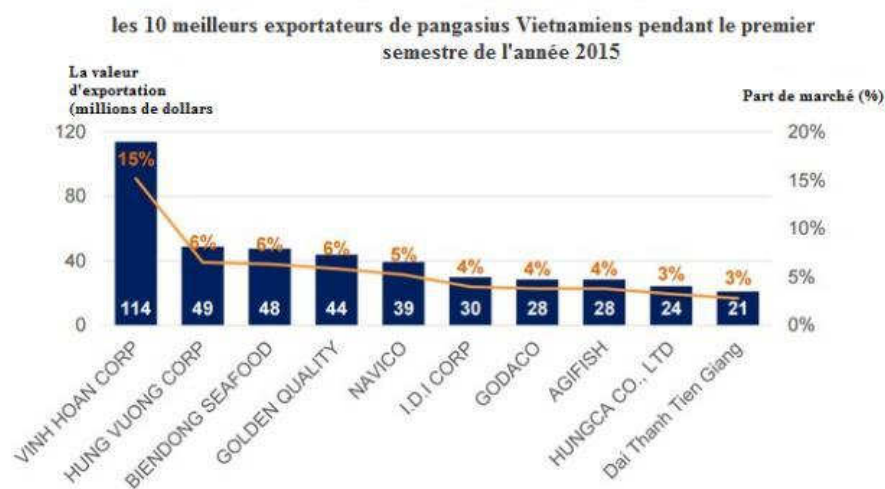


Figure 43 : Les 10 meilleurs exportateurs de pangasius Vietnamiens pendant le premeir semestre de l'année 2015

Pendant le premier semestre de l'année 2015, Vinh Hoan a été le plus grand exportateur de pangasius Vietnamien avec la valeur d'exportation de 114 millions de dollars, détenant 15 % du part de marché.

Le second lieu est Hung Vuong (HVG) avec la valeur d'exportation de 49 millions de dollars, détenant de 6% du part de marché.

Parmi les 10 meilleurs exportateurs de pangasius Vietnamiens, il faut prendre en compte l'apparition de la société par action de Nam Viet – Navico (ANV), celle de la société par action du développement multinational (IDI) ou société par action d'export, d'import de la aquaculture An Gian – Agifish (AGF)

Le 22 Juillet, Vinh Hoan a payé de dividende de l'année 2015 en liquide avec une proportion de 10%, c'est-à-dire le profit d'une action vaut 1.000 VND. Pour 92,4 millions des actions, le montant de dividende de Vinh Hoan correspond à 92,4 milliards de VND.

Hoàng Anh, sources d'information : <http://ttvn.vn>, **le 07 Août 2015**

La presse « tri thuc tre » l'a diffusé à 13 :23 le 07 Août 2015. Il a été réutilisé par la presse « cafee », spécialisée en matière de la finance et de l'investissement consultée par de nombreux investisseurs Vietnamiens. Le 13 Août 2015, la société de valeurs mobilières de Maybank Kim Eng reprend ces informations pour recommander aux investisseurs d'acheter les titres de Vinh Hoan.

Dans ce contexte, les veilleurs doivent construire un système hiérarchique commun pour qualifier les sources d'informations afin d'éviter les doublons et sélectionner les sources

d'informations pertinentes ou celles primaires. Pour ce faire, les veilleurs s'intéressent à évaluer trois critères principaux concernant les sources d'informations : évaluation de la fiabilité, celle de la réputation de l'auteur et celle de la qualité du contenu. Voici l'évaluation des veilleurs sur la source d'information « tri thuc tre » car elle apparaît comme la source primaire, formelle.

	Evaluation de la fiabilité de sources			
Prestige de la source	Connue	Inconnue	Suspect	Mauvaise
Niveau d'utilisation de la source dans le monde d'experts	Fréquent	Souvent	Normal	Peu
Nombre d'accès de source	Très nombreuse	Nombreuses	Moyennes	Peu

	Evaluation de la réputation d'un auteur			
Niveau d'expertise de l'auteur dans le domaine	Réputé (spécialiste)	Expertise	Moyen	Novice
Prestige de l'auteur	Connue	Inconnue	Suspect	Mauvaise
Index de citation	Fréquent	Souvent	Normal	Peu

	Evaluation de la qualité du contenu			
Niveau d'objectivité de l'information	Très objectif	Objectif	Neutre	Subjectif
Niveau d'exactitudes de l'information	Clair, précis	Valable	Vague	Dissuasif
Niveau d'actualité de l'information	Fréquent	Souvent	Normal	Peu

Tableau 28 : Grille d'évaluation de la source d'information « tri thuc tre »

Dans les tableaux ci-dessus, les veilleurs peuvent donner leur avis sur les évaluations de la source d'information en mettant la couleur grise dans la case correspondante. A travers la qualification des sources d'informations, ils peuvent considérer « tri thuc tre » comme la source d'information pertinente. Ainsi, ils ont intérêt à l'intégrer dans leur base de données contenant des sources d'informations pertinentes.

Néanmoins, les veilleurs ne peuvent pas choisir immédiatement les informations diffusées par cette source d'information pertinente. En effet, elles ne peuvent pas être utiles pour les sociétés de gestion de fonds. Dans ce contexte, les veilleurs doivent appliquer leur base de connaissance sous forme d'une grille d'analyse dans la qualification des informations. Cette base de connaissance consiste à certains critères d'évaluations communs des veilleurs. Voici

l'évaluation des veilleurs sur la qualité des informations mentionnées ci-dessus sur Vinh Hoan.

	Evaluation			
Source	Connue	Inconnue	Suspecte	Mauvaise
Auteur	Réputé	Intéressant	Douteux	Mauvais
Titre	Informatif	Peu informatif	Trop vague	Dissuasif
Résumé	Clair, précis	Valable	Vague	Dissuasif
Texte complet	Majeur	Intéressant	Limité	Dissuasif
Intérêt du document	Majeur	Important	Peu marqué	Nul

Tableau 29 : Grille d'évaluation de l'information concernant VINH HOAN

Dans ce tableau, les veilleurs mettent la couleur grise pour la case dans laquelle ils choisissent le critère correspondant aux informations évaluées. Ensuite, ils synthétisent toutes les évaluations pour déterminer la qualité de ces informations. Dans ce cas, les informations sont considérées importantes et utiles pour les sociétés de gestion de fonds.

Ainsi, les veilleurs ont intérêt à enregistrer ces informations dans leur base de données pour les utiliser dans l'étape suivante.

Diffusion sur une plateforme

Une fois les informations pertinentes collectées, les sociétés de gestion de fonds, notamment les veilleurs doivent les synthétiser et les diffuser aux bons utilisateurs (les gérants de portefeuilles, les analystes) au moment opportun au sein de leur organisme. Ce travail les aide à formuler les bonnes évaluations concernant la société de Vinh Hoan et son secteur de l'aquaculture.

Pour ce faire, les sociétés de gestion de fonds doivent s'équiper d'un système informatisé permettant d'intégrer la diffusion de CD-ROM ou DVD mis à jour régulièrement. Ce système doit disposer d'une capacité de diffusion sélective de l'information pour alimenter périodiquement en information externe ses « clients ». A ce jour, il existe certains logiciels tels que sharepoint, yammer qui répondent aux critères mentionnés ci-dessus.

Lors de l'implantation de ce système informatisé, les sociétés de gestion de fonds doivent mettre en œuvre un plan de diffusion entre les expéditeurs -destinataires au sein de leurs organismes. Cela les oblige à tenir compte des éléments suivants : Ciblage, confidentialité, urgence, sécurisation et structures d'échanges d'information. Dans chaque couple expéditeur – destinataire, les sociétés de gestion de fonds définissent les principes de base pour diffuser les informations. Elles peuvent s'inspirer de la figure suivante pour créer leur propre plan de diffusion.

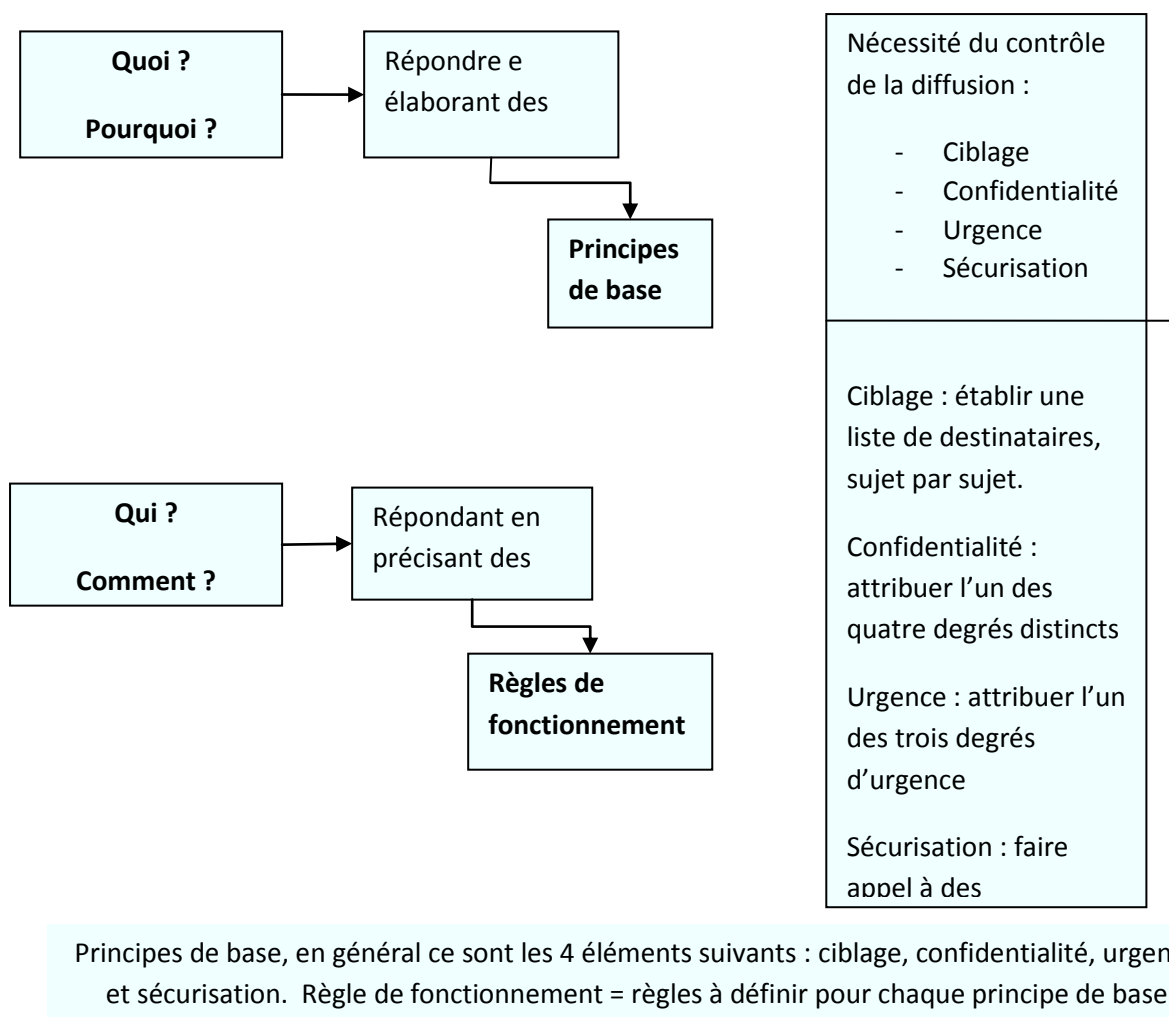


Figure 44 : Bâtir un plan de diffusion (adopté de Jakobiak, 2011)

Conclusion

Notre étude de cas permet aux sociétés de gestion de fonds d'avoir une vision claire sur notre démarche dans l'étape d'investigation dans le processus d'investissement. Cette démarche a pour but de fournir une méthode de la qualification d'informations de façon systématique et efficace en utilisant un cycle de renseignement. A partir de cela, les sociétés de gestion de fonds peuvent éviter les problèmes de la qualité des informations collectées tels que le risque d'ignorance des informations pertinentes. Cependant, nous constatons que les sources d'informations relatives à la société de Vinh Hoan et son secteur aquaculture sont encore pauvres. Cela nous conduit à nous confronter à de nombreuses difficultés de mise en œuvre de notre démarche dans l'étape de conception de notre modèle.

3 Conception

L'étape de « conception » est considérée comme un processus de transformation en connaissance (création du sens) à partir des informations brutes collectées dans l'étape d'« Investigation ». Dans cette étape, les sociétés de gestion de fonds demandent souvent à une équipe d'analystes de procéder à l'évaluation interne et celle externe de l'entreprise cible. Ce

travail les oblige d'utiliser un cycle de renseignement composé de plusieurs sous-étapes pour créer du sens à partir des informations ressencées dans l'étape 1 « investigation ». Elles sont issues de plusieurs check-lists se basant sur les diverses dimensions d'évaluation interne et externe (finance, économie, technologie, image, réputation, système concurrentiel, les partie prenantes, ...) de l'entreprise cible. Nous avons largement abordé en «2.2.1 Les définitions du besoin d'information des investisseurs » sous forme de proposition de check-list.

Une fois le sens déterminé, les sociétés de gestion de fonds ont intérêt à les diffuser aux bons destinataires (gérants de portefeuilles).Elles peuvent construire et sélectionner les scénarios hypothétiques les plus plausibles.

Voici le processus de l'étape de conception :

Tout d'abord, les sociétés de gestion de fonds doivent détecter et fiabiliser les signaux faibles potentiels noyés dans les informations brutes. Cette sous étape est connue sous le nom de "détection de signaux faibles".

En deuxième lieu, la sous étape "analyse" a pour objectif de transformer les informations brutes en informations élaborées pour construire les scénarios hypothétiques les plus plausibles concernant un sujet d'évaluation de l'entreprise cible. Cette sous étape consiste en2 pas suivants:

Dans le premier pas, intitulé "interprétation", elles ont besoin de mettre en lumière des relations entre les signaux faibles pour trouver les informations élaborées concernant un sujet d'évaluation de l'entreprise cible.

Le deuxième pas, nommé "Appréciation", les aide à compléter la sous étape "interprétation" en établissant à partir des informations élaborées, des évaluations, des estimations stratégiques relatives à ce sujet d'évaluation.

Enfin, les sociétés de gestion de fonds ont besoin de détecter les incertitudes ou les variations de tendance dans le monde en pleine mutation lorsqu'elles considèrent les scénarios hypothétiques concernant le sujet d'évaluation de l'entreprise cible.

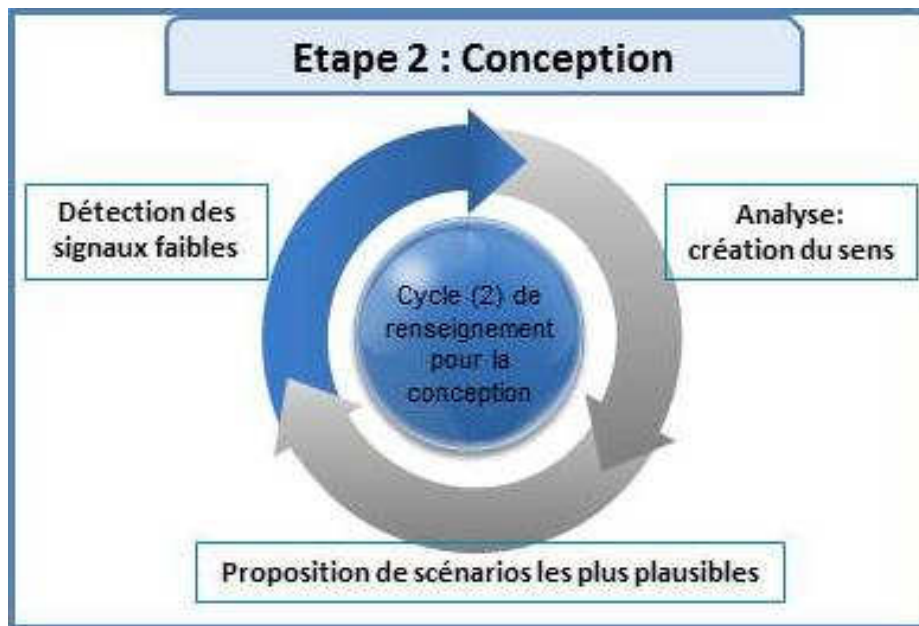


Figure 45 : Cycle de renseignement pour la conception

3.1 Détection des signaux faibles : applications

Cette étape permet de présenter les applications de la détection de signaux faibles au sein d'une société de gestion de fonds. Pour ce faire, cette dernière doit répondre aux deux questions suivantes:

1. "Comment (faire pour) reconnaître qu'une donnée brute (raw data) est un possible signal faible?"
2. "Comment (faire pour) fiabiliser un signal faible?"

Pour chacune des applications présentées, la société de gestion de fonds doit expliquer pourquoi elle reconnaît la donnée comme étant un signal faible, puis par quelle démarche elle en arrive à considérer celui-ci comme étant un signe d'alerte précoce. Certaines données sont collectées sur le terrain, d'autres numériques sont captées sur internet. Dans cette partie, nous continuons à utiliser les informations concernant la société par action de Vinh Hoan pour illustrer nos applications dans la détection de signaux faibles. En général, ces derniers peuvent être noyés dans de nombreuses sources d'informations diverses. Néanmoins, dans notre recherche, nous ne pouvons que capter les données sur internet. Ainsi, nous plaçons chaque traqueur/ chaque veilleur de la société de gestion de fonds dans une situation où il doit traiter isolément chaque signal faible issu des données numériques en utilisant son intelligence individuelle. Ensuite, nous présentons des méthodes pour fiabiliser un signal faible.

3.1.1 Détection individuelle d'un signal faible : un exemple sur la société par action de Vinh Hoan

Actuellement, la société de gestion de fonds s'inquiète de la nouvelle participation de la société par action de Vinh Hoan dans l'activité de fabrication des ingrédients de nutrition, des fortifiants, de beauté. Elle souhaiterait détecter les signes d'alertes précoces concernant

l'efficacité de la stratégie du développement commerciale de la firme, afin de prendre une bonne décision d'investissement. Pour ce faire, elle s'intéresse à utiliser la méthode des signaux faibles pour savoir si celle-ci serait plus adaptée à sa problématique.

Déroulement du début de l'expérimentation :

Pour expérimenter la détection des signaux faibles, la société de gestion de fonds doit désigner chaque traqueur/chaque veilleur pour recueillir les signaux faibles dans chaque aspect d'évaluation ou chaque dimension d'évaluation concernant l'entreprise cible (Vinh Hoan). Ces signaux seront stockés dans les bases de données et exploités dans l'étape suivante. En général, le traqueur/le veilleur peut effectuer la recherche des signaux faibles en se basant sur les données de l'enquête de terrain ou sur les données numériques/textuelles à partir d'internet.

En 2014, le chiffre d'affaires de Vinh Hoan a atteint à 6.292 milliards de dongs, correspondant à 114,4% de la planification de l'année. Le profit après impôt (le résultat) a atteint à 439 milliards de dongs, correspondant à 219,5% de la planification à laquelle les actionnaires accèdent. Si on déduit le bénéfice de la vente de la société filiale de Vinh Hoan 1, le résultat de la firme est équivalent à 288 milliards de dongs, correspondant à 144 % de la planification de l'année. Cela montre que Vinh Hoan a fait un bon profit issu de l'activité de la transformation et de l'export du poisson-chat.

En 2015, Vinh Hoan fixe l'objectif d'atteindre le total chiffre d'affaire de 7.270 milliards de dongs.

L'objectif de croissance du résultat et de la rentabilité à 2 chiffres n'est pas simple pour une entreprise aquacole. Cependant, à travers 6 premiers mois, Madame Khanh a confiance en cet objectif.

Pendant cette année, le collagen n'a pas été introduit dans le business plan de Vinh Hoan mais dans les années prochaines. Dans la stratégie planifiée, selon le président du conseil d'administration, dans 3 ans, le chiffre d'affaire dans le domaine de collagen devrait atteindre 30% du total chiffre d'affaire de la firme.

Bien évidemment, l'objectif de 3.000 – 5.000 milliards de dongs du chiffre d'affaire dans le domaine du collagen n'est pas un jeu simple pour Madame Khanh et ses collaborateurs.

C'est un nouveau marché, intéressant mais très concurrentiel pour un nouvel entrant comme Vinh Hoan. Dans le domaine du Collagen plusieurs sociétés étrangères réputées existent au Vietnam. Si Vinh Hoan surmonté cet enjeu, Madame Khanh sera considérée comme un des meilleurs dirigeants au Vietnam. (Source : tinnhanhchungkhoan, le 11/07/2015)

Quant aux données de l'enquête de terrain, les veilleurs détectent les signaux faibles de façon manuelle. Cette méthode est également utilisée pour certaines données textuelles/numériques. Dans le cas où le volume de données textuelles/numériques est important, il est plus approprié et plus efficace de mobiliser les outils de traitement automatique de textes tels que le logiciel d'Approxima proposé par H.Lesca. Ces outils permettent de trouver les signaux faibles en fonction de mots - clés prédéfinis par les traqueurs.

Interprétation

La société de gestion de fonds, notamment le traqueur/le veilleur cherche à savoir si la donnée collectée possède les caractéristiques d'un signal faible. Si c'est le cas, le veilleur/le traqueur doit chercher une raison pour interpréter. Cette raison peut être argumentée en se basant sur les questions suivantes à propos de la donnée :

Question :	Interprétation :
Est-elle pertinente ?	Oui ; Elle concerne Vinh Hoan, donc, elle est pertinente.
Est-elle anticipative ?	Oui ; Le traqueur/le veilleur a trouvé plusieurs termes caractéristiques indiquant que l'événement concerné n'est qu'au début de son déroulement. Les mots caractéristiques (en souligné dans l'encadré) sont : une croyance, dans les années prochaines, la stratégie planifiée, atteindra 30% du total chiffre d'affaire de la firme, intéressant, très concurrentiel, nouvel entrant, surmonte cet enjeu.
Est-elle obsolète ?	Non ; Le traqueur a recueilli cette donnée au moment même de son expérimentation.
Est-elle fiable ?	Le veilleur a du mal à répondre à cette question car, en général, il est prématuré au moment du captage d'un possible signal faible. Néanmoins, dans ce cas, il est très facile de vérifier la fiabilité de la donnée car le dirigeant de Vinh Hoan a été l'interviewée dans ce journal.

Tableau 30 : Détection individuelle des signaux faibles

Le veilleur a trouvé cette donnée sous forme de FULL texte dans un journal électronique. Elle contient un signal faible que le veilleur peut maintenant qualifier de signal d'alerte précoce en se basant sur les interprétations ci-dessus. Cela aide le groupe de travail de la société de gestion de fonds à évaluer certains sujets à traiter concernant l'entreprise cible (Vinh Hoan) en utilisant la méthode de signaux faibles. Le veilleur peut résumer le signal d'alerte précoce par la brève suivante :

Brève : Vinh Hoan tend à se focaliser sur la croissance du chiffre d'affaire et de la rentabilité en développant les produits ayant une haute valeur tels que collagen et galatin.

3.1.2 Fiabilisation d'un signal faible nouveau

Lorsque le veilleur se rend compte d'un nouveau signal faible, il doit se poser la question de sa fiabilité. En général, il ne peut pas obtenir un signal faible avec une certitude rapidement. Pour ce faire, il doit réaliser des premiers pas de qualification. Nous présentons les étapes de la qualification du signal faible et continuons avec l'exemple de la société par action Vinh Hoan.

B.1. Fiabilité de la source d'information.

Dans le processus d'investissement, le veilleur de la société de gestion de fonds suppose de mettre sa confiance à la source du signal faible avec une plus ou moins grande fiabilité. Pour qualifier le signal faible, il doit prendre en considération la qualité de cette source. Dans l'exemple de la société par action de Vinh Hoan, le signal faible est trouvé sur le journal «tinnhanhchungkhoan », très connu dans le monde économique au Vietnam. Ce journal a souvent une relation intime avec les entrepreneurs Vietnamiens. D'autre part, le dirigeant de Vinh Hoan (Madame Khanh) a été interviewée à un moment proche de l'expérimentation de la société de gestion de fonds. Dès lors, on peut en déduire de la qualité fiable du signal faible.

B.2. Comparer le signal faible avec les autres informations obtenues antérieurement.

La société de gestion de fonds a tout intérêt à comparer ce signal faible nouveau SFn avec d'autres informations obtenues antérieurement concernant l'entreprise cible. Pour ce faire, elle doit chercher à savoir si des informations « voisines » du signal faible à fiabiliser existent déjà dans la base de données. Ces informations sont appelées Ivar, c'est dire « informations voisine antérieurement remontée ». Si elles existent, elles ont déjà été fiabilisées autant que possible.

En fait, l'Ivar dispose d'une signification proche du signal faible SFn. Cependant, elle peut avoir très peu de termes communs avec SFn. Dans ce contexte, le traqueur peut avoir besoin un logiciel spécial qui permet de recouvrir à des règles sémantiques (reconnaissance des synonymes, des polysèmes, etc.).

Pour fiabiliser le signal faible SFn, la société de gestion de fonds doit le comparer à l'éventuelle information voisine Ivar. Cette société peut se référer à la démarche de comparaison comme la figure suivante :

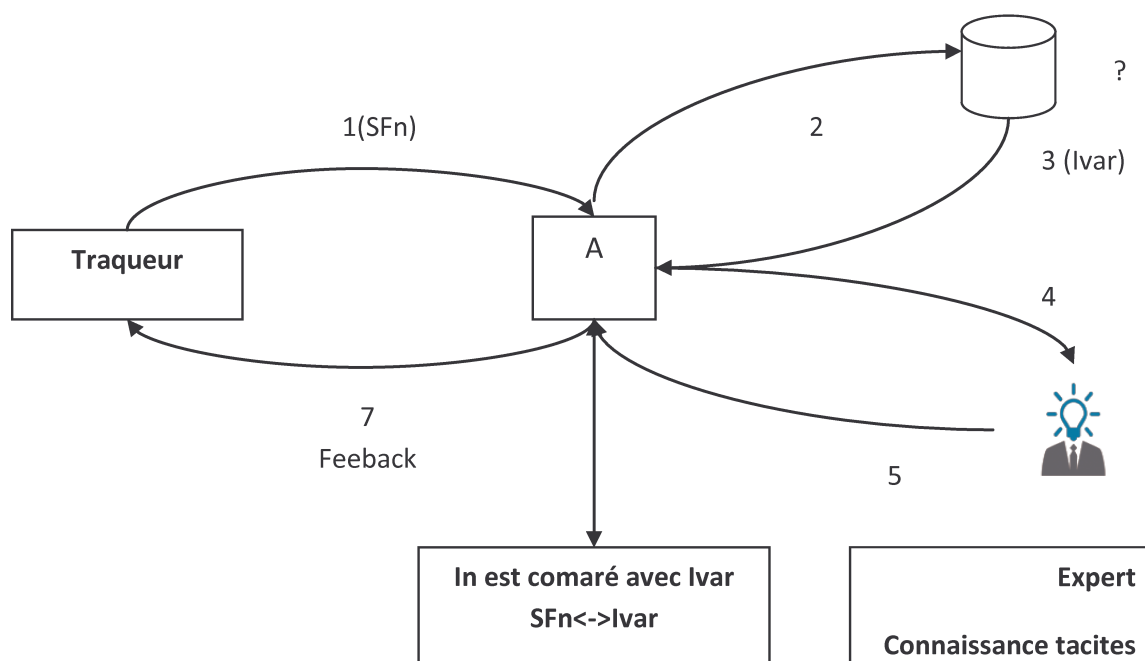


Figure 46 : Processus de fiabilisation d'un signal faible

Dans le processus d'investissement, le traqueur de la société de gestion de fonds remonte SFn comme étant une information nouvelle (la flèche 1 de la figure).

Ici, il est possible que SFn soit un signal faible devant être fiabilisé. Dans la société de gestion de fonds, la fiabilisation d'un signal faible nouveau est souvent effectuée par l'analyste. Cette dernière joue le rôle de l'animateur du dispositif de veille lors de l'évaluation d'un sujet à trajet concernant l'entreprise cible. L'analyste/ l'animateur peut rechercher les éventuelles informations voisines (Ivar) en interrogeant la base de données (flèche 2 de la figure).

En réalité, l'analyste peut rencontrer l'un des cas suivants :

- Il ne trouve aucune Ivar dans la base de données. Cela le conduit à ne rien conclure au sujet de la fiabilité du signal faible SFn. Dès lors, l'analyste devra trouver une méthode de fiabilisation.
- Il peut trouver au moins une Ivar (flèche 3 de la figure). L'analyste effectue la comparaison entre SFn et Ivar (une ou plusieurs). Il peut donc se confronter à l'un des cas suivants :
 - SFn et Ivar sont pratiquement identiques. Il faut donc rejeter l'un de deux informations. L'analyse se pose souvent par la question « Sont – elles réellement identiques? ». Pour la répondre, l'analyste doit se baser sur ses heuristiques en examinant la source d'information, la date de la diffusion d'information, les titres et le degré de ressemblance entre deux informations.
 - SFn est nettement contraire à Ivar. Dès lors, le signal faible SFn est suspect. A ce moment là, l'analyste se pose la question « Faut – il le rejeter ? ». S'il a un doute subiste sur la fiabilisation de SFn, il devra le vérifier d'une autre façon. Dans certains cas, la contradiction constatée pourrait conduire l'analyste à mettre en cause la fiabilité d'Ivar.
 - Si SFn concorde avec Ivar. Dans ce cas, le signal faible SFn est considéré comme fiable. L'analyste peut le prendre en compte dans la base de données.
 - Si SFn n'est pas cohérente avec Ivar. L'analyste ne peut pas intégrer SFn dans la base de données sans précautions supplémentaires. Il doit tenir compte de cette incohérence car cette dernière peut constituer un signal faible qui l'alerte. L'analyste pourrait donc trouver une signification remarquable concernant cette incohérence.
 - La comparaison entre SFn et Ivar permet à l'analyse de prendre connaissance d'une lacune qui consiste à une information manquante. A partir de cela, il se rend compte d'une zone obscure relative au sujet à évaluer concernant l'entreprise cible. Cette zone ne peut pas être décrite avec une précision mais peut être désignée. L'analyste peut donner cette information manquante aux traqueurs susceptibles de la trouver. Ensuite, les traqueurs complètent l'information.

B.3. Consulter un « expert »

Pour fiabiliser le signal faible SFn, l'analyste peut consulter un avis d'expert qui détient des connaissances formelles ou tacites. En effet, l'analyste peut trouver de nombreux experts à

travers ses réseaux à l'extérieur ou à l'intérieur de l'entreprise cible. Néanmoins, elle doit savoir distinguer le domaine dans lequel il existe les experts ou non pour consulter leurs avis relatifs au signal faible SFn. Par exemple: dans le domaine technique, il existe des experts mais pas dans le domaine financier. Ce que confirme Taleb dans son livre "le cygne noir - la puissance de l'imprévisible". L'analyste peut donc demander à un expert son avis sur SFn. L'expert peut valider SFn ou avoir un doute (flèches 4 et 5 de la figure). Dans cette méthode, l'analyste est supposé bien savoir « Qui a des connaissances sur Quoi/qui » pour accéder rapidement à une expertise.

B.4. Feedback de l'animateur vers le veilleur/le traqueur ayant fourni le signal faible.

Dans le processus d'investissement, l'analyste peut interagir avec les experts notamment internes de l'entreprise cible pour fiabiliser les signaux faibles. Par exemple : un commercial de la firme. Les experts internes de la firme peuvent jouer le rôle de veilleurs/ traqueurs pour la société de gestion de fonds. Cette interaction de la part de l'analyste/l'animateur permet d'apporter un effet positif sur les veilleurs/traqueurs.

En fait, ces derniers peuvent se confronter à plusieurs phénomènes psychologiques lors de la phase de reconnaissance des signaux faibles. Il s'agit du biais cognitif et de la peur dans la collecte et le traitement des données brutes. Cela peut conduire les traqueurs/les veilleurs à remonter des mauvais signaux faibles. Dans ce contexte, le feedback de l'animateur/l'analyste apparaît d'une part, comme une sorte de remerciement, de reconnaissance du travail effectué par les traqueurs/les veilleurs, d'autre part, comme un guide pour la suite de leurs travaux. Les veilleurs/les traqueurs pourraient alors trouver la motivation et être rassurés dans leur travail, de reconnaissance du signal faible.

3.1.3 Conclusion

Cette partie décrit une méthode pour reconnaître un signal faible dans le processus d'investissement de la société de gestion de fonds. Cela consiste à proposer une démarche pour reconnaître si une donnée brute contient un signal faible pertinent et anticipatif, de même que pour évaluer la fiabilité de ce signal. La société de gestion de fonds peut consulter la figure suivante pour avoir une vision claire sur la détection d'un signal faible.

Une fois les signaux faibles détectés, l'animateur/l'analyste doit diffuser directement les informations aux utilisateurs potentiels (l'analyste, le gérant de portefeuille) et les stocker dans la base de données de la société de gestion de fonds pour les séances de création collective de sens pour les signaux faibles dans les phases suivantes.

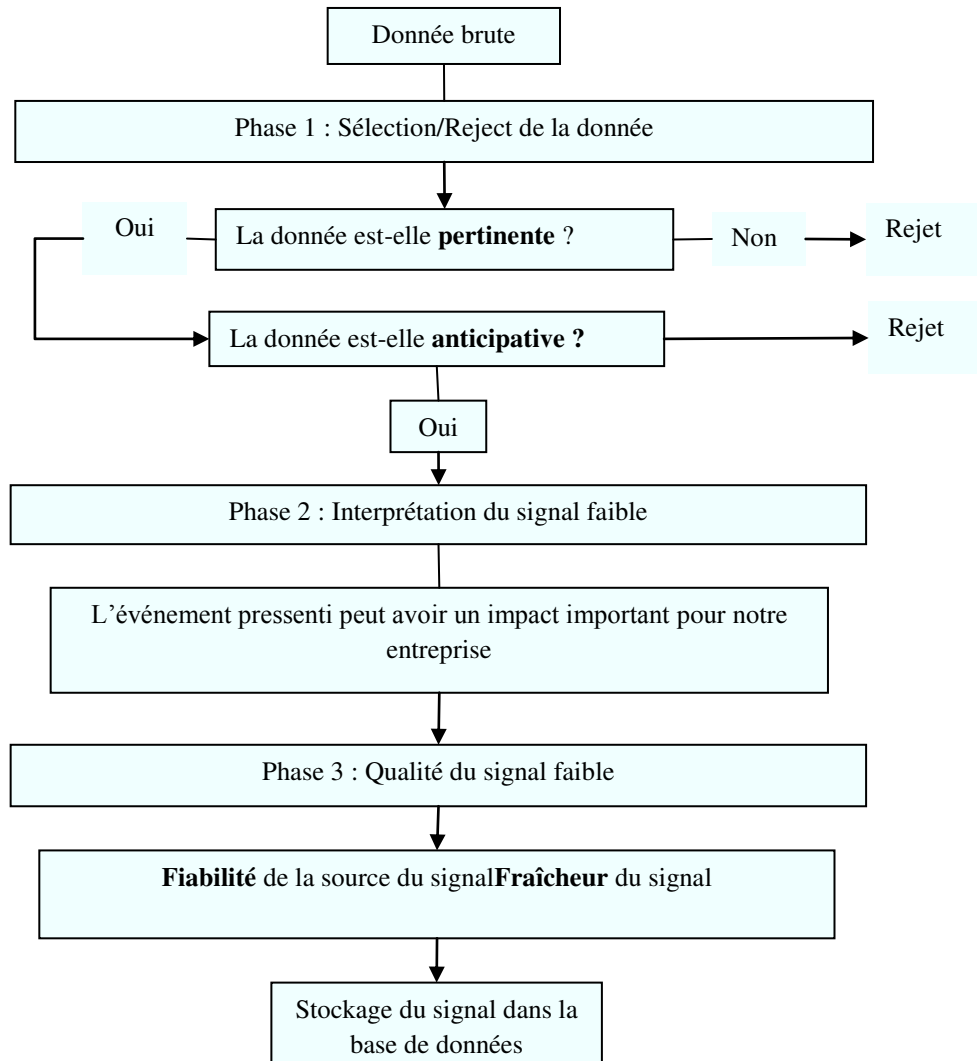


Figure 47 : Principales étapes de la sélection d'un signal faible (d'après de Lesca)

3.2 Analyse et validation pour la création du sens

Contexte – Problématique de la société de gestion de fonds lors de l'évaluation d'un sujet à traiter concernant l'entreprise cible.

Une fois les signaux faibles détectés comme énoncé dans la phase précédente, la société de gestion de fonds peut s'intéresser à mettre en lumière des liens, des relations entre ces signaux faibles pour leur donner du sens. Ce travail l'aide à découvrir certaines incertitudes concernant ce sujet.

Lors de l'évaluation du sujet à traiter concernant l'entreprise cible, le gérant de portefeuille fait 2 constats :

- Grâce à de nombreux traqueurs/veilleurs différents, la société de gestion de fonds peut recueillir beaucoup de données concernant l'entreprise cible en général et le sujet à traiter en particulier. Cependant, celles-ci ne sont parfois pas remontées dans une

même base de données de la société de gestion de fonds. Elles sont disséminées dans les différents services des différentes directions. Par conséquent, le gérant de portefeuille a du mal à exploiter ces données.

- Bien que certaines données aient été réunies, leur contenu est pauvre et banal. Cela ne donne pas au gérant de portefeuille une vision claire.

Dans ce contexte, le gérant de portefeuille peut appliquer la méthode de « création collective de sens » (CCS) afin d'exploiter les signaux faibles détectés dans la sous-étape précédente ("détection de signaux faibles"). Concernant le sujet à traiter de l'entreprise cible et ses environnements. Pour appliquer cette méthode, la société de gestion de fonds, surtout le gérant de portefeuille organise la séance de CCS présentée plus loin.

Dans la séance de travail, le gérant de portefeuille et le comité d'investissement définissent le sujet à traiter concernant l'entreprise cible et ses environnements. La définition de sujet à traiter s'exerce en se basant sur la hiérarchie des aspects d'évaluation ou le taux de priorité du sujet à traiter de l'entreprise cible. L'animateur de la séance de CCS peut être le gérant de portefeuille. En outre, la durée de la séance et les nombres de séances dépendent du contenu du sujet à traiter et de la capacité de l'animateur de la séance de CCS.

Le comité d'investissement : le comité d'exploitation des informations :

Le comité d'exploitation des informations se compose des personnes qui travaillent dans les différentes directions ou les différents services au sein de la société de gestion de fonds. Ce comité consiste à environ 8 -12 participants pour créer le sens entre des signaux faibles de façon collective dans une séance de travail collective ou une réunion transversale. Le nombre de participants est variable selon le sujet à le traiter et à chaque séance. Ces participants n'ont pas l'habitude de travailler ensemble. Dès lors, la mise en œuvre de la réflexion collective peut être difficile.

Dans la séance de travail, chaque participant dispose d'une petite partie des données relative au sujet à traiter, mais aucun n'en a la totalité. Chacun a seulement quelques pièces du puzzle qu'il s'agit de construire/imaginer et interpréter. La mise à disposition de toutes les informations pourrait dérouter les participants.

Préparation de la séance de création collective de sens

En amont de la séance de travail collective, l'animateur (le gérant de portefeuilles) doit informer les participants du sujet à traiter au cours de la séance de CCS.

Les participants doivent recueillir les informations concernant le sujet traité au cours des séances. Ce travail s'exerce sur les informations collectées dans l'étape d'interrogation qui correspond à la phase de détection d'un signal faible. L'animateur (le gérant de portefeuilles) a indiqué la période à laquelle tous les participants doivent regrouper les informations demandées contenant les signaux faibles.

Ces informations sont du genre FULL texte. Leur contenu peut contenir quelques lignes ou quelques pages. L'animateur (le gérant de portefeuille) procure aux participants quelques

jours avant la séance de CCS les informations collectées sous la forme de brèves. Chacune des brèves est exprimée par une phrase succincte qui peut être projetée un écran mural ou un écran d'ordinateur.

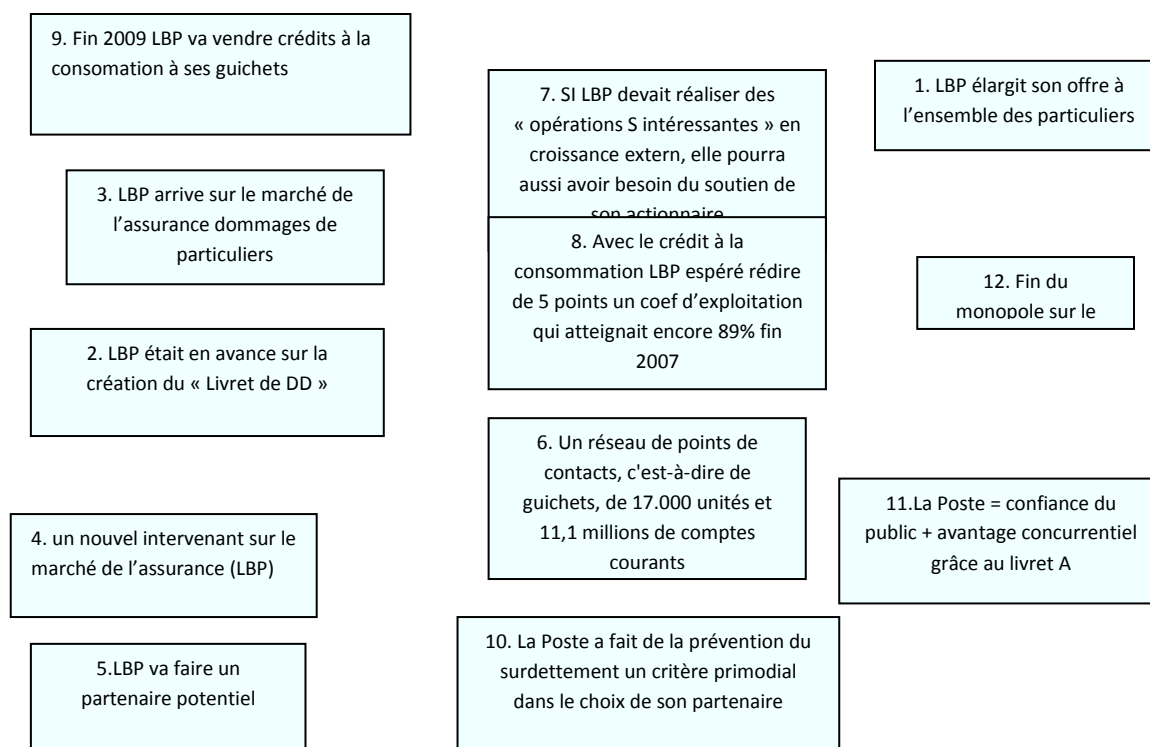


Figure 48 : Tableau des brèves

La société de gestion de fonds peut aussi demander aux traqueurs/veilleurs de remplir directement une fiche appelée « Fiche de captage », dont le modèle a été fourni. Dans cette fiche, les traqueurs/les veilleurs écrivent la brève extraite du Full texte. Nous pouvons consulter une fiche de captage remplie comme la figure suivante :

TRAQUEUR/capteur : Arnaud Camuset	DATE de captage : 06/02/2008
SOURCE: Direct Matin- 06/02/2008(Page 15)	IDENTIFIANT de cette fiche: FC0053
ACTEUR: DANONE	THÈME: Filière Lait

INFORMATION (très brève, phrase courte sans mot inutile) mots

Danone annonce la signature d'un accord de joint venture avec Weight Watchers International dans le but de créer une société spécialisée dans " la gestion du poids en Chine"

COMMENTAIRE du traqueur

- 1- Information pertinente pour problématique IAA? Secteur Lait
- 2- Est-elle anticipative? L'annonce vient d'avoir lieu
- 3- Nous alerte-t-elle? Accentuation politique de Danone dans les" pay émergents"
- 4- Que pourrait-on faire à partir de cette information ?
- 5- Puis-je dire que c'est un signal faible? Oui
- 6- Puis-je rapprocher cette information d'autres informations antérieures? Rachat de deux laiteries chinoises par Danone
- 7- Qui dois-je alerter

Figure 49 : Fiche de captage d'information

3.2.1 Interprétation: Le déroulement de la séance de travail collectif - Exploitation des signaux faibles - création collective de sens : applications

Phase 1 : Sélection collective des brèves – Création collective du sens entre les fragmentations initiales des données.

Première séance : Sélection collective des brèves

Comme mentionné ci-dessus, de nombreuses brèves sont détectées par plusieurs veilleurs/traqueurs différents. Ces brèves peuvent contenir les signaux faibles dont la signification est importante et anticipative. Néanmoins, la détection individuelle des signaux faibles peut conduire chaque traqueur/chaque veilleur à se confronter aux phénomènes de biais cognitifs ou ceux de la peur. Il ne peut alors pas confirmer si les brèves contiennent bien les signaux faibles ou non. Dans ce contexte, la société de gestion de fonds peut utiliser l'intelligence collective pour limiter les risques d'ignorance et de rejet d'un signal faible intéressant.

Dans la séance de travail, le gérant de portefeuille ou l'animateur demande à chacun des participants de consulter la totalité des brèves sur le sujet à traiter concernant l'entreprise cible. En réalité, chacun ne connaît que deux ou trois brèves, pas la totalité. Aussi ils sont très surpris de découvrir cette liste. De plus, selon l'exigence de l'animateur/du gérant de portefeuille, les participants échangent, entre eux leurs réflexions et leurs questions pendant quelques minutes, font connaissance mutuellement et découvrent les supports du travail collectif utilisés dans la séance de travail.

Le gérant de portefeuille/l'animateur met à disposition les brèves projetées sur les murs/les écrans d'ordinateurs supposés être des signaux faibles, il indique que la mise en œuvre de la sélection collective des signaux faibles est une méthode efficace pour confirmer les signaux faibles dont la signification est importante et anticipative. Ici, le gérant de portefeuille peut considérer chaque brève comme une pièce d'un puzzle dont il ne connaîtrait pas le modèle. Les échanges entre les participants permettent de faire émerger le puzzle.

Horizontalement	Amont A	B	C aval
Etage 1			
		Où positionner la brève suivante ?	
Etage 2			

Figure 50 : Tableau spatial amont – aval (d'après Lesca)

Au cours de la séance de travail, le gérant de portefeuille/l'animateur est chargé de suivre mentalement un fil directeur pour piloter l'évolution des interactions entre les participants. Pendant ce temps, ces derniers ne connaissent pas ce fil directeur basé sur l'heuristique du gérant de portefeuille.

Dans la séance de travail, le gérant de portefeuille peut poser les questions suivantes aux participants pour qualifier les brèves qui contiennent les signaux faibles :

- Cette information abrégée a-t-elle un caractère anticipatif ?
- Est-ce-qu'une telle information possède les caractéristiques d'un signal faible ?

Le gérant de portefeuille demande à chaque participant de s'exprimer, tour à tour, d'argumenter ses choix tandis que d'autres participants écoutent et l'interrogent sur ses avis. De ce fait, le gérant de portefeuille peut trouver les réponses de façon collective. Cela l'aide à qualifier les brèves contenant des signaux faibles.

Toute la séance de travail sera enregistrée sur magnétophone, à des fins de traçabilité des raisonnements (heuristiques spontanées) qui seront explicités. Ces enregistrements sont considérés comme une preuve tangible de l'émergence d'une intelligence collective au sein du groupe de travail.

Deuxième séance : Création collective du sens entre les fragmentations initiales des données:

Suite à la sélection collective des brèves, le gérant de portefeuille/l'animateur a intérêt à établir des liens, éventuellement entre des brèves ainsi obtenues afin de faire émerger une représentation signifiante (ou plusieurs). Pour ce faire, il doit inviter les participants, tour à tour à proposer les liens hypothétiques et à les argumenter. Les autres donnent leurs avis autour de ces liens hypothétiques. Ils doivent répondre aux questions suivantes:

- Par quelle information peut-on commencer ?
- Quelle nouvelle information positionne-t-on sur l'écran/tableau maintenant ?
- Comment doit-on disposer les informations sur l'écran ?

A travers l'interaction entre les participants, le gérant de portefeuille/l'animateur peut comprendre la contribution de la disposition spatiale des informations, sur le tableau dans l'interprétation collective et l'émergence d'une signification d'ensemble.

A plusieurs reprises, les participants échangent régulièrement sur le positionnement de telle information par rapport à telle autre. Ce travail a pour objectif de remédier à la dissémination des FULL text, et par conséquent des possibles signaux faibles, entre les divers unités d'origine des participants. Par conséquent, l'animateur et les participants reconnaissent peu à peu un puzzle. Ils peuvent envisager et construire plusieurs versions parallèlement ou successivement.

Voici quelques exemples de puzzle de la création collective du sens entre les fragmentations initiales des données:

- Dans la figure suivante, deux brèves sont rapprochées car elles concernent une même idée. En outre, les échanges entre les participants ont permis d'estimer qu'il existait un lien de confirmation en tout cas, de confrontation :

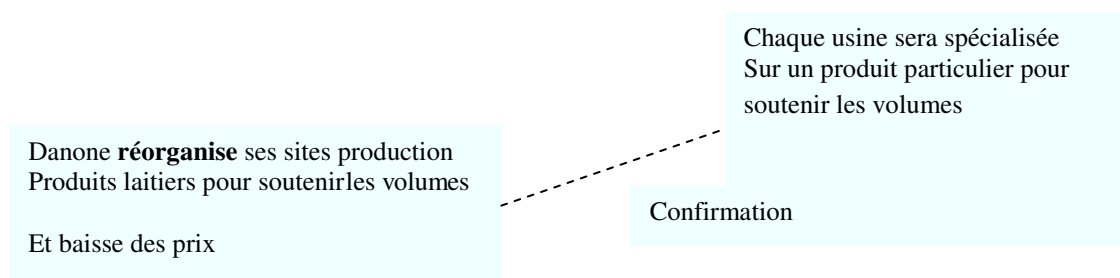


Figure 51 : Lien de confirmation/confrontation pour remédier à la fragmentation des signaux faibles

- La figure suivante montre un exemple du rapprochement de deux brèves car elles se rattachent à une même idée mais elles sont associées par un lien de contradiction entre elles. Cette contradiction pourrait constituer un signe d'alerte précoce aux yeux du gérant de portefeuille.

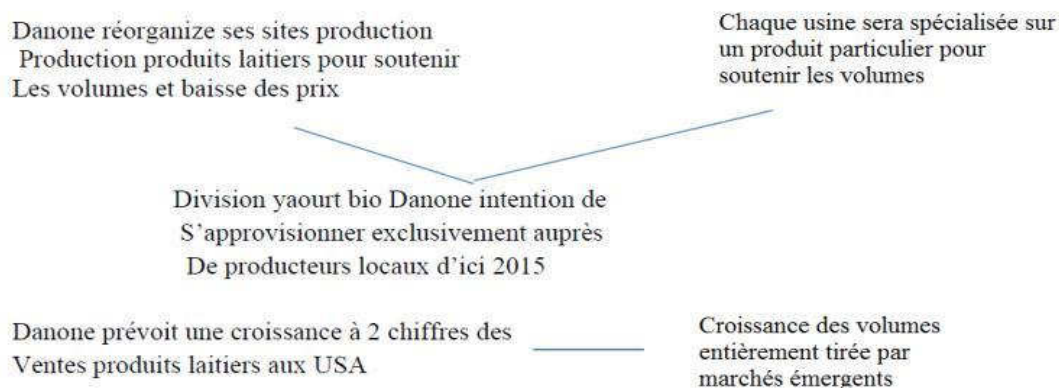


Figure 52: Lien de contradiction pour remédier à la fragmentation des signaux faibles

En outre, les participants doivent rechercher de nouvelles données FULL text pour alimenter la réflexion amorcée. Pour ce faire, ils peuvent répartir le travail entre eux en se basant sur les sources d'information habituelles. Ils doivent continuer à chercher et qualifier les brèves à partir de ces nouvelles données FULL text.

Par l'entrée en scène d'une nouvelle brève, les participants et le gérant de portefeuille/l'animateur peuvent peu à peu reconfigurer l'ensemble des informations affichées en un puzzle dynamique. Cela reflète l'avancement de la réflexion collective. Chaque version est enregistrée sur la base de données de la société de gestion de fonds à des fins de traçabilité.

Au fur et à mesure, les échanges des participants permettent de faire émerger l'information qui occupe une position centrale. Les autres informations sont considérées soit comme étant les causes de l'information ayant une position centrale, soit comme ses conséquences.

Dans certains cas, les échanges sur les relations entre les brèves aident les participants à détecter une surprise et une crainte chez eux sur l'aspect à traiter concernant l'entreprise cible.

La réflexion collective permet de construire les relations ou les liens pour une liste de brèves longue. Ce travail aide les participants et le gérant de portefeuille à transformer les fragmentations initiales de données noyées dans l'étape de l'interrogation en informations élaborées. En outre, l'émergence de certaines informations ayant une position centrale conduit les participants et le gérant de portefeuille/l'animateur à répondre globalement à des nouvelles problématiques relatives au sujet à traiter concernant l'entreprise cible. Pour ce faire, ils doivent effectuer l'appréciation qui sera présentée dans la prochaine séance.

3.2.2 Appréciation: Amorce d'une intelligence collective transversale pour proposer les scénarios hypothétiques

Phase 2 : Proposer les scénarios potentiels relatifs au sujet à traiter concernant l'entreprise cible – Sélection des scénarios les plus plausibles

Troisième séance : Proposer les scénarios potentiels relatifs au sujet à traiter concernant l'entreprise cible

Après avoir obtenu les brèves et les informations élaborées, la société de gestion de fonds souhaite formuler les estimations et les évaluations afin de répondre globalement à des nouvelles problématiques relatives au sujet à traiter concernant l'entreprise cible. Ces problématiques peuvent consister à l'évaluation des incertitudes. Ce travail semble correspondre à la construction d'un nouveau puzzle et à la mobilisation d'une réflexion collective. Ces estimations et ces évaluations sont formées d'une ou plusieurs expériences singulières ou collectives des participants du comité d'exploitation des informations. Ce travail oblige les participants à regarder simultanément plusieurs brèves et de les placer les unes par rapport aux autres afin de dégager un sens global collectivement compréhensible.

Dans une séance de travail, un participant peut exposer une problématique relative au sujet à traiter concernant l'entreprise cible. Pour formuler individuellement une hypothèse de scénario, il regroupe les signaux faibles qui semblent exprimer cette problématique. Bien que ce participant argumente ses évaluations, il se confronte à de nombreux phénomènes comportementaux tels que le biais cognitif, l'émotion dans le processus d'évaluation. Cela le conduit à commettre les erreurs de l'évaluation. Pour surmonter cette difficulté, la société de gestion de fonds doit mobiliser une réflexion collective:

En premier lieu, l'animateur a regroupé les signaux faibles signalés par les participants. En réalité, il a pu informer de la problématique mentionnée ci-dessus et distribuer la liste des signaux faibles aux membres du comité d'exploitation des informations 8 - 10 jours avant la séance de travail collective.

En deuxième lieu, il a demandé à chacun des participants d'imaginer préalablement les scénarios relatifs à la problématique mentionnée ci-dessus de façon indépendante. Pour ce faire, les participants doivent répondre à la question suivante: " Comment faudrait-il situer les brèves les unes par rapport aux autres de façon à faire émerger du sens?". Le jour de la séance de travail, chacun des participants présente ses hypothèses de scénario.

L'animateur demande chacun à d'argumenter sa propre hypothèse de scénario dans la séance de travail. Toutes les argumentations proposées seront enregistrées sur magnétophone à des fins de traçabilité.

Par conséquent, les participants proposent plusieurs dispositions. Voici l'exemple d'une disposition

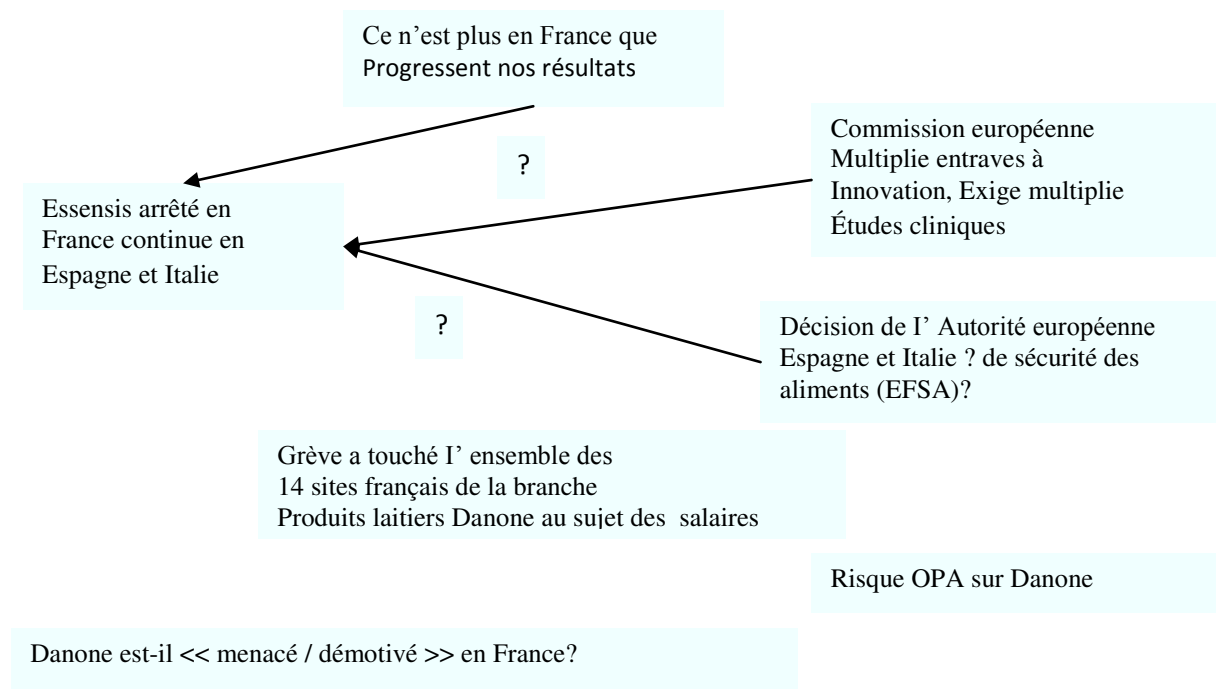


Figure 53 : Répulseurs en France

Ces travaux peuvent provoquer un effet de dissonance cognitive chez un individu confronté à des informations en contradiction avec son système de référence et un effet de "consonance" «qui doit limiter les stratégies de réduction (changement de point de vue, atténuation des différences). Cela permet à la société de gestion de fonds, notamment aux analystes de réduire les risques liés aux phénomènes comportementaux. La réflexion collective permet d'imaginer les scénarios figurant une structuration parmi les possibles lorsque les participants envisagent une problématique relative au sujet à traiter.

Quant à chaque hypothèse de scénario, les participants peuvent utiliser les signes d'alerte précoce recueillis pour voir venir des événements liés au sujet à traiter de l'entreprise cible. Bien évidemment, ces événements ne sont pas encore réalisés, mais les signes d'alerte sont plutôt nombreux. Les participants peuvent donc effectuer un inventaire car ils n'envisagent que le sujet à traiter. Cela aide également la société de gestion de fonds à évaluer les incertitudes concernées (menaces ou opportunités) de façon objective. La méthode des signaux faibles lui permet d'anticiper suffisamment tôt pour trouver les parades le cas échéant.

L'impact des incertitudes des scénarios sur le sujet à traiter de l'entreprise cible ne peut être connu. Pour remédier à ce problème, la société de gestion peut s'appuyer sur l'hierarchie des critères d'évaluation pour classer les scénarios par ordre de priorité. Cela a permis d'extraire les assertions avec lesquelles ils sont d'accord, pas d'accord sur le scénario potentiel. Il faut noter que ces critères d'évaluation dépendent, de l'accord des participants du comité d'exploitation de l'information. En réalité, on peut mentionner quelques critères d'évaluation utilisés par les investisseurs institutionnels: Il s'agit de la nature des sources d'information (blanche, grise et noire), de la qualité d'information (primaire, secondaire) ; des dimensions

d'évaluation (finance, économique, technologie, image/réputation de l'entreprise cible) ; du degré d'accès d'information (payante, gratuite) ; du degré d'évaluation (macroéconomique, mésoéconomique et microéconomique)

En fin de séance de travail, tous les scénarios potentiels sont enregistrés dans la base de données de la société de gestion de fonds à des fins de traçabilité pour les étapes suivantes.

Quatrième séance: Proposer les autres scénarios potentiels relatifs au sujet à traiter concernant l'entreprise cible en exploitant les autres signaux faibles.

Dans le processus d'évaluation, la société de gestion de fonds ne peut pas exploiter tous les signaux faibles, proposés par les participants lors de la troisième séance. En se basant sur les autres signaux faibles, un participant propose de construire un second Puzzle, complémentaire du premier.

De même que dans la troisième séance, l'animateur demande aux participants de formuler les scénarios concernant le second Puzzle. Ce travail les oblige à proposer une disposition spatiale des signaux faibles de façon à ce qu'une signification globale puisse émerger de ces fragments d'information. La figure suivante représente un exemple de propositions des participants.

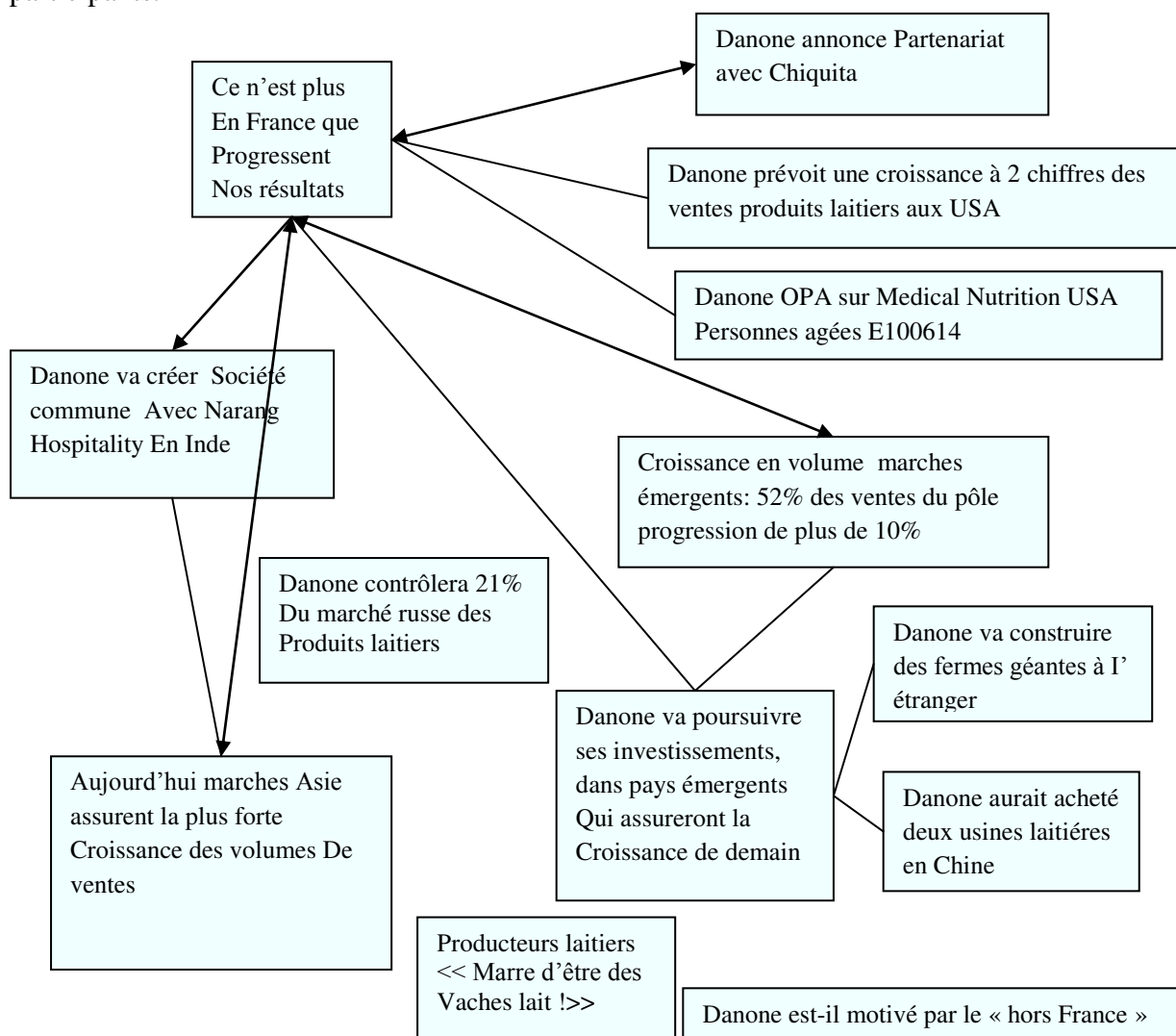


Figure 54 : Attracteurs de l'étranger

Devant chaque scénario proposé, chaque participant est invité à argumenter sa propre hypothèse de scénario. De même que dans la troisième séance, l'échange entre les participants ou la réflexion collective permet de réduire les risques liés aux phénomènes comportementaux et formuler les scénarios potentiels lors de la construction du second puzzle. Les participants peuvent négocier et classer les incertitudes par ordre de vraisemblance en utilisant les signes d'alerte précoce recueillis pour voir venir des événements liés au sujet à traiter de l'entreprise cible. De même que la troisième séance, les participants doivent s'appuyer sur la hiérarchie des critères d'évaluation pour connaître les possibilités de scénarios potentiels.

Il faut noter que cette hiérarchie des critères d'évaluation permet à la société de gestion de fonds d'avoir une fiabilisation pour les nouveaux signaux faibles.

Cinquième séance : Sélection des scénarios les plus plausibles relatifs au sujet à traiter de l'entreprise cible.

Suite aux dernières séances, la société de gestion est confrontée à plusieurs scénarios relatifs au sujet à traiter de l'entreprise cible. Une question se pose alors : « comment sélectionner les scénarios les plus plausibles ? ». Pour répondre à cette question, les participants doivent relier les scénarios comme des « réponses individuelles » à un débat dirigé et interactif dans lequel les participants négocient l'analyse des résultats proposés par les analystes. Pour ce faire, ils doivent prendre en compte les scénarios proposés par les uns ou les autres (les accords et désaccords, les scénarios personnels) et les traductions des analyses.

Dans la séance de travail collective, l'animateur joue un rôle de régulateur de la négociation dans le débat. Ce travail l'oblige à prendre en considération la hiérarchie des critères pour classer les scénarios par ordre de vraisemblance mentionnés ci-dessus. A partir de cela, les participants sont encouragés à proposer les scénarios centraux plus plausibles en synthétisant les scénarios potentiels du premier et du second puzzle. Cette synthèse se base sur la hiérarchie des critères mentionnées ci-dessus ou les points en prioritaires. Par exemple : lors de l'évaluation d'un sujet à traiter concernant l'entreprise cible, ils peuvent privilégier les scénarios formés à partir des informations vérifiées par les experts et les enquêtes de terrain aux autres hypothèses de scénarios.

Bien qu'un participant argumente ses scénarios les plus plausibles, la société de gestion de fonds ne peut pas s'appuyer uniquement sur ses scénarios proposés pour faire les choix optionnels. En effet, ce participant se confronte souvent aux phénomènes comportementaux tels que les biais cognitifs, les biais affectifs lors de sa proposition des scénarios. Cela lui conduit à commettre les erreurs d'évaluation sur les scénarios les plus plausibles. Pour surmonter cette difficulté, l'animateur demande aux participants de négocier sur les scénarios qui sont susceptibles d'être plausibles. Il faut noter que tous les échanges entre les participants seront enregistrés sur la base de données de la société de gestion à des fins de traçabilité. En se basant sur la hiérarchie des critères pour classer les scénarios par ordre de vraisemblance mentionnés ci-dessus, la réflexion collective aide les participants à réduire les choix optionnels pour sélectionner les scénarios les plus plausibles.

3.3 Diffusion avec proposition de scénarios les plus plausibles

3.3.1 Identification des ruptures : Préparation des signaux faibles pour les séances de création collective de sens: application

Sixième séance : Identifier les ruptures de scénarios les plus plausibles relatives au sujet à traiter concernant l'entreprise cible

Après avoir proposé les scénarios les plus plausibles, la société de gestion de fonds s'intéresse à identifier les ruptures de ces derniers. Pour ce faire, elle doit envisager les scénarios les plus plausibles en tenant compte des deux méthodes d'évaluation de façon alternative : les évaluations rationnelles et celles irrationnelles utilisées dans un environnement non-linéaire. Ces deux méthodes d'évaluation sont conçues à partir de la méthode de l'exploitation d'information des participants à la séance de travail. Dans cette partie, nous présenterons la méthode de l'identification du changement de tendance liée à l'entreprise cible ou / et à son environnement en exploitant les informations utiles dans les deux cas ci-dessus.

La sixième séance de travail regroupe les responsables chargés du sujet à traiter concernant l'entreprise cible, les membres du comité de l'exploitation des informations et l'animateur.

Quant aux scénarios les plus plausibles, l'animateur regroupe tous les signaux faibles et les FULL text contenant ces derniers procurés par les participants lui procurent. Il les a distribué aux autres participants du comité d'exploitation d'informations et surtout aux responsables chargés du sujet à traiter quelques jours avant la sixième séance de travail. Cette période leur a permis d'avoir le temps suffisant pour identifier les ruptures potentielles de façon indépendante.

Lors de l'évaluation des scénarios les plus plausibles, les participants, notamment les analystes se confrontent à de nombreuses informations recueillies, y compris les Full text et les brèves. Dans ce contexte, les participants, surtout les analystes peuvent exploiter manuellement ou automatiquement tous les Full text recueillis pour détecter les signaux faibles relatifs au sujet à traiter de la firme. De là, les participants peuvent identifier les brèves qui contiennent les signaux faibles.

3.3.1.1 Modèle de la prise de décision de façon rationnelle

Dans le processus d'évaluation des scénarios les plus plausibles, les participants peuvent utiliser la méthode d'évaluation d'une façon rationnelle pour identifier les ruptures de scénarios les plus plausibles. Pour ce faire, ils s'inspirent du processus de la prise de décision d'expert proposé par H.Simon (rationalité limitée). Cette méthode oblige les participants à prendre en considération les ruptures de scénarios relatives au sujet à traiter comme un puzzle. De ce raisonnement, les participants doivent prendre en compte plusieurs états intermédiaires

entre l'état initial du sujet à traiter et son état final (les scénarios les plus plausibles). Il faut noter que les participants se basent sur les analyses de matrice stratégiques pour formuler les hypothèses de scénarios relatives au sujet à traiter ou les états intermédiaires. Les participants se confrontent à de nombreuses hypothèses de scénarios. Ils doivent utiliser la stratégie d'heuristique pour éliminer certaines hypothèses de scénarios inutiles et sélectionner les hypothèses de scénarios les plus appropriées. Pour ce faire, les participants doivent se baser sur la hiérarchie des critères d'évaluation mentionnée dans la phase de définition des besoins d'information. Cette hiérarchie aide également les participants à regrouper environ 3-4 signaux faibles recueillis en un morceau cognitif. A partir de cela, ils peuvent trouver certains morceaux cognitifs dont les uns peuvent être complémentaires ou contradictoires aux autres. Les participants peuvent considérer chacun des morceaux cognitifs comme un indicateur d'évaluation. Ces indicateurs apparaissent comme un outil permettant d'évaluer l'évolution du sujet à traiter dans la comparaison du temps ou dans celle d'autres entreprises ayant une même échelle dans le même secteur d'activité. A partir de cela, les participants peuvent bâtir un ensemble des indicateurs sous forme d'un tableau de bord pour avoir une vision globale sur les scénarios les plus plausibles. Cela les aide à détecter les changements de tendance potentiels relatifs au sujet à traiter de l'entreprise cible ou les ruptures potentielles de ce sujet.

Il faut rappeler que la hiérarchie d'évaluation peut être conçue en se basant sur les critères d'évaluation tels que le niveau d'évaluation (macroéconomie, méso-économie et micro-économie) ; les dimensions d'évaluation (finance, économie, technologie, image/réputation) ; la conjoncture (les indices hebdomadaires, mensuelles, périodiques) ; les priorités (l'avertisseur, le clignotant et l'alarme). Cette hiérarchie permet aux participants de déterminer les indicateurs sous différentes types différents.

Voici un exemple d'un tableau de bord commercial et les exemples des indicateurs présentés dans la figure suivante :

Critères	Forces par rapport à la concurrence	Faiblesses par rapport à la concurrence
----------	-------------------------------------	-----------------------------------------

Critères	Forces par rapport à la concurrence	Faiblesses par rapport à la concurrence
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Politique Produit ▪ Portefeuille Produit ▪ Politique de gamme ▪ Cycle de vie des produits ▪ Volume des ventes ▪ Part de marché ▪ Répartition géographique du CA ▪ Qualité des produits et des services ▪ Image de marque ▪ Degré d'originalité des produits ▪ Degré de différenciation des produits ▪ Degré d'innovation ▪ Fidélité de la clientèle ▪ Importance du service après vente 		

Tableau 31 : Le tableau de bord commercial

En se basant sur cette hiérarchie de critères d'évaluation, les participants peuvent anticiper préalablement l'impact des ruptures des scénarios les plus plausibles du sujet à traiter sur l'entreprise cible et ses environnements. A partir de cela, ils peuvent proposer la méthode de gestion de risque en classant les ruptures du sujet à traiter de l'entreprise cible selon les 3 groupes suivants: certitudes, tendances lourdes et ruptures.

3.3.1.2 Modèle de la gestion de l'imprévisible -L'approche de Taleb

Outre l'évaluation des ruptures des scénarios les plus plausibles d'une façon rationnelle, les participants peuvent envisager les ruptures des scénarios les plus plausibles de façon irrationnelle. Les participants peuvent se baser sur leur intuition pour déterminer les hypothèses de scénarios contenant de nombreux signaux faibles à partir des informations collectées, y compris des brèves et des Full text. Ces hypothèses de scénarios sont souvent décrites par certains mots – clés. Quant à chaque hypothèse de scénario, les participants peuvent créer un tableau de recherche de mots-clés adéquat en fonction de leur expérience, leur intuition, le contexte étudié et le sujet à traiter. Ces mots clés sont ajoutés ou modifiés au fil du temps.

Lors de l'évaluation des ruptures des scénarios les plus plausibles, ils s'intéressent souvent aux liens entre les mots – clés pour interpréter les signaux faibles concernant les thèmes d'anticipation. Comme mentionné ci-dessus, les liens entre ces mots-clés créent un script pour les hypothèses de scénarios. Néanmoins, ce script peut être biaisé par les diffuseurs d'information, notamment les parties prenantes de l'entreprise cible. Ce biais cognitif se compose en deux tendances principales : positive ou négative sur les thèmes d'anticipation.

Dans le contexte actuel, cela peut être transmis rapidement auprès du public, notamment la communauté des investisseurs.

En réalité, les mots-clés répétés plusieurs fois dans les brèves et les Full text, contiennent un script déformé qui peut avoir un grand impact sur les parties prenantes de la firme, y compris sur les participants de la séance de travail collectif lorsque ces derniers envisagent l'hypothèse de scénario concernant l'entreprise cible. Cela révèle la cause de base de la formation des bulles spéculatives dans le contexte changeant. Notons que ces bulles spéculatives laissent souvent une conséquence extrême sur les hypothèses de scénario ainsi que sur l'entreprise cible lorsqu'elles sont déclenchées. Néanmoins, les participants ne peuvent pas prévoir quand les bulles spéculatives éclatent. Dans ce cas, les participants ont intérêt à évaluer les impacts de ces éventuelles bulles spéculatives et les tendances de ces dernières (positives ou négatives).

Il faut noter que l'évaluation des hypothèses de scénarios ou celle des ruptures des scénarios les plus plausibles obéit à la règle de distribution prioritaire (la loi de Zipf). Dans le monde changeant, le taux prioritaire des critères d'évaluation est constant à toute l'échelle. Ainsi, les participants peuvent se baser sur la hiérarchie de critères d'évaluation mentionnée ci-dessus pour classer les hypothèses de scénarios et les scénarios les plus plausibles par ordre de priorité prédéfini. Par exemple : Lors de l'évaluation de l'ouverture d'une nouvelle filiale de Vinh Hoan à Singapore, les participants ont privilégié l'évaluation des activités commerciales à celle des activités sociales. De ce raisonnement, les participants ont pu déterminer le niveau d'impact des incertitudes concernant le sujet à traiter de l'entreprise cible sur son image/sa réputation dans le contexte actuel.

Comme nous avons mentionné ci-dessus, les Full text peuvent être diffusés par les parties prenantes de l'entreprise cible sur les différents aspects d'évaluation tels que les différents domaines d'activité stratégiques, les niveaux d'évaluation (macroéconomique, méso-économique et microéconomique) et les dimensions d'évaluation (finance, économie, technologie, image/réputation). Dans le contexte actuel, certaines parties prenantes parmi eux ont un grand impact sur le sujet à traiter de la firme et son image en général en fonction de chaque aspect d'évaluation. En se basant sur le niveau d'impact des incertitudes défini, les analystes peuvent classer le degré d'impact des ces parties prenante sur l'image de la firme et la prise de décision d'investissement. Ces parties prenantes peuvent apparaître comme les mots-clés dans le tableau de la recherche de mots-clés. L'identification de ces personnes permet aux analystes de transformer certains risques imprévisibles en signe d'alertes précoces dans le contexte changeant.

Les participants s'intéressent alors à évaluer les tendances de cet impact sur le sujet à traiter de l'entreprise cible (positives ou négatives). Ce travail les oblige à effectuer une analyse du sentiment ou une analyse de la polarisation pour le sujet à traiter. Pour ce faire, ils doivent réaliser les étapes suivantes :

- Etape 1 : A partir des brèves, les participants retrouvent tous les Full text contenant les mots-clés répétés plusieurs fois relatifs aux hypothèses de scénarios potentiels. Cela les oblige à utiliser la technique de traçabilité des données mise en œuvre dans la société de gestion de fonds.

- Etape 2 : A ce jour, il n'existe aucun logiciel Vietnamien permettant d'effectuer l'analyse du sentiment ou l'analyse de la polarisation. Ce type de logiciel est souvent développé sous la version française ou anglaise. Nous utilisons alors les outils de traduction automatique pour traduire tous Full text Vietnamiens en français. Par exemple : Google traduction ou autres outils de traduction automatique plus pertinents.

- Etape 3 : Nous intégrons notre dictionnaire de la valence spécialisée financière ayant 2896 termes dans le logiciel de l'analyse de la polarisation (analyse de discours) proposé par Boutin (2008) afin d'exploiter ces Full text.

Dans cette étape, nous transformons le corpus de textes traduits en français en mettant un mot par ligne pour chercher successivement tous les mots dans notre dictionnaire de valence spécialisé en matière financière. Ensuite, le logiciel nous permet d'agréger la valence de tous les mots pour avoir celle de toutes les phrases. L'agrégation de la valence de toutes les phrases reflète la polarité de tous les textes sur le sujet à traiter (positif ou négatif).

Voici les étapes de l'analyse de polarisation appliquées dans la détection automatique de la formation des bulles spéculatives :

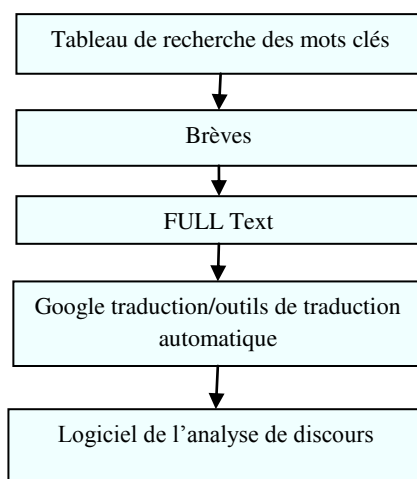


Figure 55 : Les étapes de la détection automatique de la formation des bulles spéculatives

3.3.1.3 Synthèse

Lors de l'évaluation des scénarios les plus plausibles, un participant peut utiliser alternativement les deux méthodes pour identifier les ruptures potentielles des scénarios les plus plausibles de façon indépendante. La méthode de la détection de la formation des bulles

spéculatives peut confirmer ou infirmer son avis issu de la méthode de l'évaluation des ruptures des scénarios les plus plausibles d'une façon rationnelle.

Dans la séance de travail collectif, les participants peuvent montrer les ruptures des scénarios les plus plausibles issus de l'une des deux méthodes d'évaluation mentionnées ci-dessus ou de toutes les deux et argumentent leurs avis auprès des membres du comité d'exploitation des informations. Dans ce contexte, chacun des participants se confronte toujours à un risque de biais cognitif et à celui de l'émotion ou au risque de l'ignorance de certains signaux faibles. Les négociations sur ces ruptures leur permettent de réduire l'impact de ces risques et d'identifier les ruptures des scénarios les plus plausibles. Il faut noter que ce travail s'exerce en se basant également sur la hiérarchie des critères d'évaluation mentionnée ci-dessus.

Tous les échanges entre les participants et les ruptures potentielles des scénarios les plus plausibles concernant un sujet à traiter de l'entreprise cible sont enregistrés dans la base de données de la société de gestion de fonds à des fins de traçabilité.

4 Décision

Suite à *l'étape* de conception (*l'étape 2 de la phase II*), la société de gestion de fonds, notamment les décideurs (les gérants de portefeuilles) doivent collecter et synthétiser toutes les évaluations ou les scénarios les plus plausibles pour ceux relatifs de l'évolution de la compétence et de la capacité de la mobilisation des ressources de la firme ainsi que ceux concernant l'évolution des conditions de ses environnements. A partir de cela, les décideurs peuvent comparer entre ces deux types des scénarios pour identifier les incertitudes (risques

ou opportunités) de l'entreprise et prendre la décision d'investissement de façon efficace.

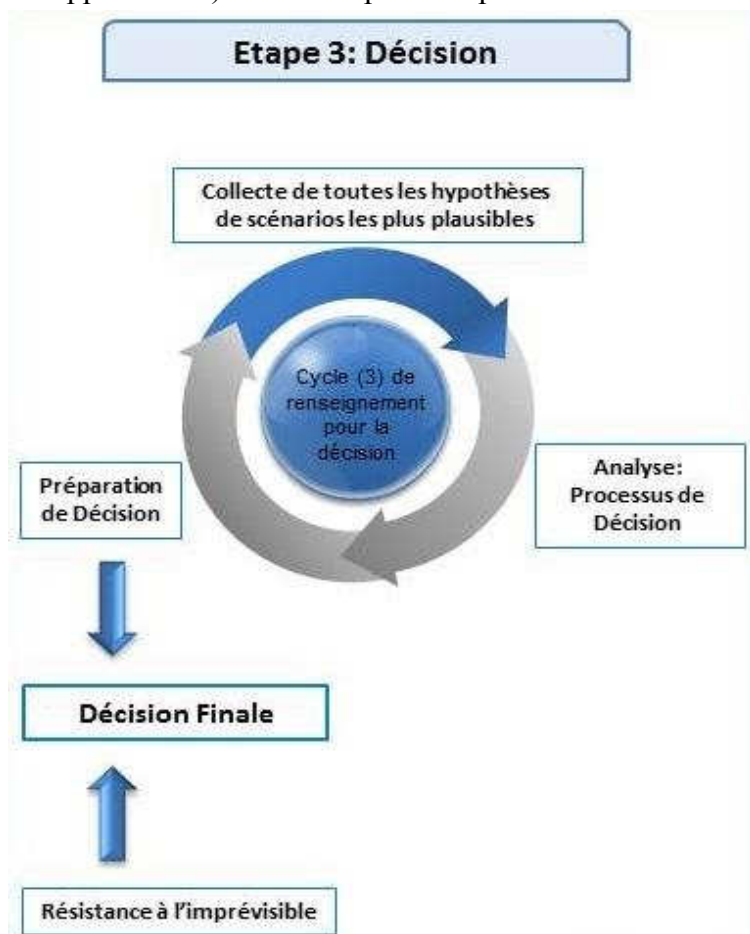


Figure 56 : Cycle de renseignement pour la décision

4.1 Proposition de décision

4.1.1 Collecter toutes les hypothèses de scénarios possibles

Après avoir collecté tous les scénarios les plus plausibles, les sociétés de gestion de fonds ont besoin d'élaborer les documents de synthèse pour fournir périodiquement les informations nécessaires aux bons utilisateurs. Ces documents constituent un outil très important d'aide à la décision pour les décideurs (gérants de portefeuilles) car ils intègrent les résultats de l'analyse issus de l'ensemble des groupes de travail dans l'étape de conception.

Il faut noter que les décideurs envisagent l'entreprise cible et ses environnements en se basant sur la connaissance des différents domaines d'activités stratégiques (DAS), les différentes critères, les évaluations interne et externe. Les sociétés de gestion de fonds doivent donc regrouper les experts dans des réunions de travail pour élaborer les documents de synthèse en fonction de chaque DAS, de chaque dimension considérée, de chaque évaluation (interne et externe). En effet, dans le département d'analyse des sociétés de gestion de fonds, les groupes d'analyse de la finance, du marketing, de la gouvernance disposent de systèmes d'indicateurs et de tableaux de bord permettant de déclencher des alarmes, des dispositifs d'activations des décisions au plus haut niveau. Ces outils sont des exemples des documents de synthèse

utilisés au sein de la société de gestion de fonds. En général, chaque groupe d'experts publie un document de synthèse par trimestre. La fréquence peut être mensuelle dans des secteurs à évolution très rapide. Dans certains cas, les groupes d'experts doivent publier des flashes d'information en fonction du besoin des décideurs.

Pour simplifier les opérations, il faut concevoir un plan de synthèse qui est un canevas spécifique du sujet et du groupe d'experts. Périodiquement, avec une fréquence définie et propre au sujet, des textes de mise à jour seront intégrés dans ce plan de synthèse. Ce dernier est considéré comme un bon outil d'aide à la décision pour les décideurs. En effet, il les aide à comprendre les objectifs prioritaires actuels et leurs niveaux prioritaires pour chaque sujet à traiter concernant l'entreprise cible puisqu'il est développé en se basant sur la hiérarchie des critères d'évaluation définie dans *l'étape d'investigation*. A partir de cela, les décideurs peuvent formuler les hypothèses de scénarios concernant l'entreprise cible ou son environnement en envisageant les liens entre ces objectifs prioritaires. En outre, ils peuvent échanger avec les responsables de la surveillance de chaque dimension concernant l'entreprise cible à tout moment pour mieux comprendre les résultats ou les propositions.

Parmi les outils d'aide à décision mentionnés ci-dessus, nous présentons un exemple de la fiche synthèse –action :

Thème :	
Période couverte:	
COMMENTAIRE DE SYNTHESE 1. Aspect Technique 2. Aspect Concurrence, Marché	C'est un document essentiel, fondamental , de tout système d'Intelligence financière rationnel et organisé ↓
PROPOSITIONS d' ACTIONS Programme de recherché: Projets de développement : Accords de coopérations : Licences : Autres types d'actions :	Emanant des groupes d'experts, c'est un outil d'aide à la décision destiné aux décideurs
ELEMENT DU DOSSIER Référence groupe, destinataires, Code, date	

Figure 57 : Fiche synthèse – action (Jakobiak, 2009).

Le thème est le sujet à traiter qui est mis en surveillance. Par exemple : « La stratégie commerciale de la société par action de Vinh Hoan »

Les traqueurs et leurs groupes de travail se basent sur l'importance en volume des informations à traiter pour définir la période de surveillance. En général, cette période dure souvent entre 3 et 6 mois.

Dans la rubrique « Commentaire de synthèse », l'expert du groupe de travail ou du sujet surveillé indique en quelques lignes l'essentiel de ce qui doit être retenu comme important dans l'information collectée au cours des trois ou six mois pris en compte.

Les propositions d'actions montrent ce qu'il convient de prévoir en programme de recherche, projet de développement...

En « éléments du dossier », on peut trouver les textes les plus importants nécessaires pour étayer les diverses propositions d'actions.

Dans la cartouche de bas de fiche, on trouve les éléments informatifs relatifs au groupe d'experts et aux destinataires et les données signalétiques de base nécessaires au classement, que ce dernier soit manuel ou informatisé.

Il faut noter qu'un tel modèle n'a pas de caractère absolu et on peut le modifier pour l'adapter au sujet à traiter. Il est recommandé de le développer sous une forme compacte et légère.

Certaines sociétés de gestion de fonds s'intéressent à publier mensuellement un document de décision stratégique regroupant l'équivalent de plusieurs fiches synthèse-action, chaque sujet présenté occupant une ou deux pages du document.

4.1.2 Analyse et proposition : L'évaluation des scénarios les plus plausibles à partir du modèle d'analyse multicritères hiérarchique

Dans cette phase, les sociétés de gestion de fonds s'intéressent à formuler les scénarios les plus plausibles concernant l'évolution de l'entreprise cible et celle de ses environnements. Néanmoins, il est très difficile d'envisager l'entreprise cible et ses environnements sur l'ensemble de ses domaines d'activité stratégiques (DAS). Pour surmonter cette difficulté, la société de gestion de fonds doit d'abord évaluer l'entreprise cible et ses environnements dans chaque DAS.

Dans la pratique, chaque DAS de la firme est classé en fonction du degré de priorité des sociétés de gestion de fonds dans sa décision d'investissement. Le taux prioritaire pour chaque DAS est attribué en se basant sur certains critères d'évaluations tels que la nature du produit, la capitalisation de ce domaine, la conjoncture économique,...En général, ce taux est déterminé en fonction des expériences de décideurs ou des groupes d'experts (comité d'investissement). Pour le déterminer, chaque membre des groupes d'experts doit proposer et argumenter son choix dans les réunions de travail auprès des autres participants. Cela permet aux décideurs d'avoir une hiérarchie d'évaluation pour les DAS de l'entreprise cible.

Dans chaque DAS, l'entreprise cible et ses environnements sont évalués en fonction de l'ordre de priorité suivant : le niveau d'évaluation (Macroéconomie, méso-économie et microéconomie), les sous-objectifs, la dimension d'évaluation (finance, économie, technologie et image/réputation) et les indicateurs. A travers les documents de synthèse de proposition, les sociétés de gestion de fonds peuvent trouver les scénarios les plus plausibles concernant l'entreprise cible et ses environnements selon les critères d'évaluation mentionnés ci-dessus.

Néanmoins, il semble que ces documents de synthèse et le plan de synthèse - action ne fournissent pas aux décideurs une hiérarchie d'évaluation appropriée dans le contexte actuel. Cela provient de l'effet de l'asymétrie d'information entre les décideurs et les diffuseurs d'informations, notamment les parties prenantes de l'entreprise cible. En réalité, ces derniers trouvent certaines informations incomplètes, mais les décideurs ne peuvent pas retarder la décision pour compléter les informations car ils sont susceptibles de perdre leurs opportunités d'investissement. Ils doivent donc exploiter les informations recueillies à partir de *l'étape de*

conception. En réalité, ces informations recueillies reflètent les scénarios les plus plausibles relatifs aux sujets à traiter proposés par les analystes lorsque les décideurs évaluent leurs sous-objectifs concernant l'entreprise cible et ses environnements. Néanmoins, la hiérarchie des critères d'évaluation des analystes n'est pas similaire à celle des décideurs. En effet, ils disposent souvent d'une vision globale systématique et d'une pression décisionnelle différente. Dans ce contexte, à partir des informations recueillies, les décideurs doivent s'appuyer sur leurs expériences ou celles d'un groupe d'experts dans un tel DAS pour définir les indicateurs et leurs taux prioritaire dans l'évaluation des sous-objectifs. Pour ce faire, les réunions de travail collectif doivent être régulièrement organisées avec la présence des experts dans le DAS et des décideurs (gérants de portefeuilles). Dans ces réunions, chaque participant propose et argumente son choix concernant le degré de la priorité pour les indicateurs des sous-objectifs de façon indépendante. Ce travail les oblige à se baser sur les analyses de matrice stratégiques. Les autres participants négocient pour trouver la hiérarchie des critères d'évaluation la plus appropriée.

La société de gestion de fonds doit privilégier la compétence et la capacité de mobilisation des ressources de l'entreprise plutôt que les informations macroéconomiques lorsqu'ils envisagent le niveau d'évaluation. Quant à la dimension d'évaluation, les décideurs et les groupes d'experts doivent se réunir pour définir le taux prioritaire de chaque dimension d'évaluation dans leurs décisions d'investissement.

Hiérarchiser des critères d'évaluation permet de construire une base de connaissance pour chaque groupe d'experts. D'une part, cela aide à constituer une structuration pour leur base de données. D'autre part, les décideurs peuvent se baser sur ces hiérarchies pour envisager les scénarios les plus plausibles proposés par les analystes, notamment les impacts de leurs ruptures sur l'image/la réputation de l'entreprise cible.

Voici la hiérarchie de la décision des gérants de portefeuilles (décideurs) lors de l'évaluation de l'entreprise cible :

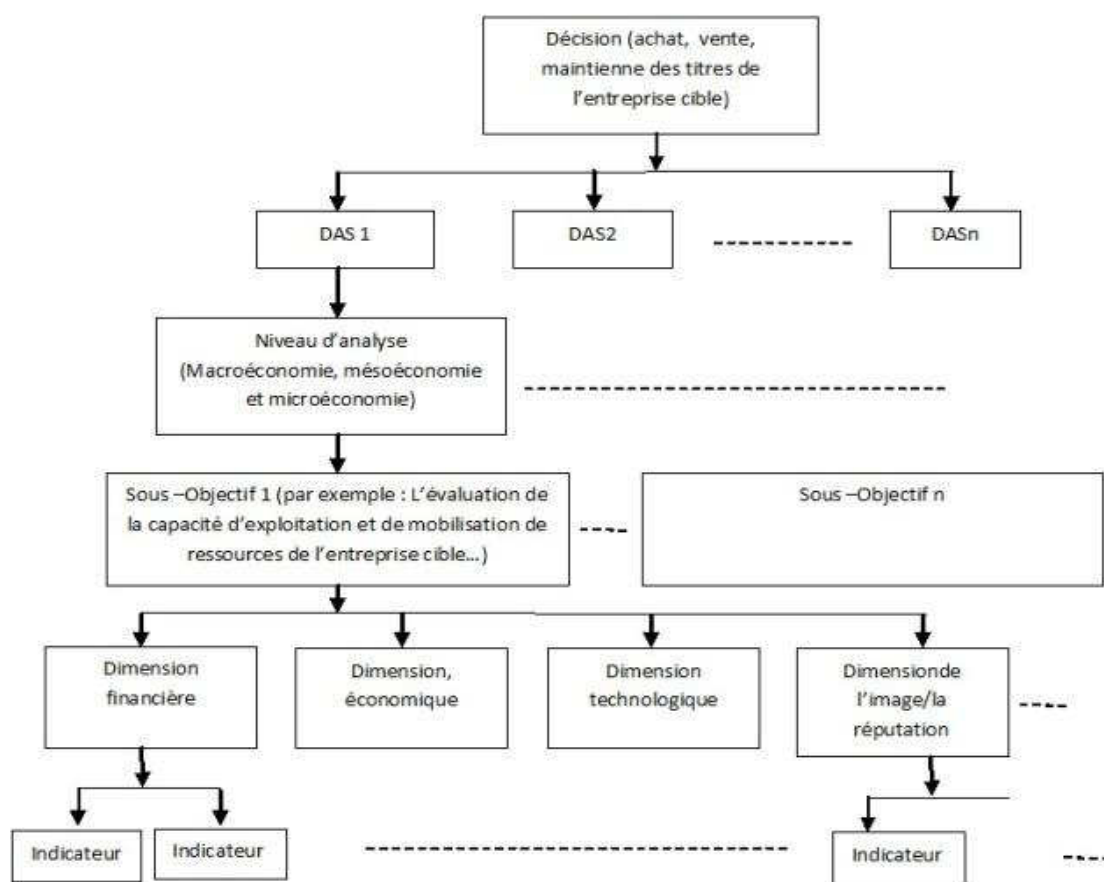


Figure 58 : La hiérarchie de la décision dans l'évaluation d'une entreprise cible

Il faut noter que les taux prioritaires issus des hiérarchies de critères d'évaluation sont toujours constants dans toutes les échelles. A partir de cela, les décideurs peuvent développer une méthode de gestion de risques imprévisibles en déterminant les origines de ces incertitudes et leurs impacts sur l'image de l'entreprise cible. Cela les aide à confirmer ou à infirmer leur prise de décisions d'investissement rationnelle.

Pour évaluer les scénarios les plus plausibles concernant l'évolution de l'entreprise cible et celle de ses environnements, les décideurs doivent utiliser la méthode de l'analyse multicritère hiérarchique. En fait, cette méthode se base sur 3 concepts :

- **La structuration hiérarchique**: décomposition du problème en sous problèmes.
- **La structuration des priorités** : classement des éléments selon leur importance relative.
- **La cohérence logique** : les éléments sont regroupés et classés de façon logique.

Pour ne pas aller trop loin dans le détail, nous présentons la mise en œuvre de cette méthode pour choisir le scénario le plus plausible parmi les autres lors de l'évaluation d'un sujet à traiter de l'entreprise cible. Par exemple : ce sujet à traiter consiste à l'évaluation de la compétitivité commerciale (distribution et vente) de la société par action de Vinh Hoan.

Le choix du scénario le plus plausible concernant l'évaluation de la compétitivité commerciale de la firme est décrit par le modèle mathématique suivant.

Soit un ensemble des hypothèses de scénarios les plus plausibles proposés par les analystes, intitulés A :

$$A = (A_1 ; A_2 ; \dots A_i ; \dots A_n)$$

Chaque hypothèse (de scénario) est caractérisée par un ensemble des critères de la capacité de l'entreprise à « vendre » auprès de ses clients (Q_i) et à assurer la « mise à disposition » des produits et services (C_i). Ainsi, les hypothèses de scénarios concernant l'évaluation de la compétitivité commerciale de la firme sont reformulées comme ci-dessous :

$$A = ((Q_1, C_1), (Q_2, C_2), \dots, (Q_i, C_i), \dots, (Q_n, C_n))$$

L'évaluation de la capacité de l'entreprise à « vendre » auprès de ses clients peut être définie par l'ensemble des critères suivants : nombre de vendeurs ; statut de vendeur (exclusif, multicartes) ; couverture et répartition géographique ; efficacité de la force de vente ; motivation des vendeurs ; animation, contrôle et évaluation des vendeurs ; niveau de connaissance des concurrents et des clients par les vendeurs ; expériences/qualification ; attitude des vendeurs par rapport à l'innovation. Chaque critère peut être caractérisé par les sous-critères.

L'ensemble m est l'indice caractérisé pour la comparaison dans le choix des hypothèses

$$q = (q_1 ; q ; \dots q_i ; \dots q_n)$$

Et q_{ij} est le critère q_j qui correspond à l'hypothèse de scénario A_i , on a une matrice qui caractérise pour n hypothèses de scénarios :

$$Q = \begin{matrix} & q_{11} & q_{12} & \dots & q_{1j} \dots q_{1m} \\ & q_{21} & q_{22} & \dots & q_{2j} \dots q_{2m} \\ q = & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ & q_{i1} & q_{i2} & \dots & q_{ij} \dots q_{im} \\ & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ & q_{n1} q_{n2} & \dots & q_{nj} \dots q_{nm} \end{matrix}$$

L'évaluation des hypothèses pour choisir le scénario le plus plausible est décrite par la figure suivante:

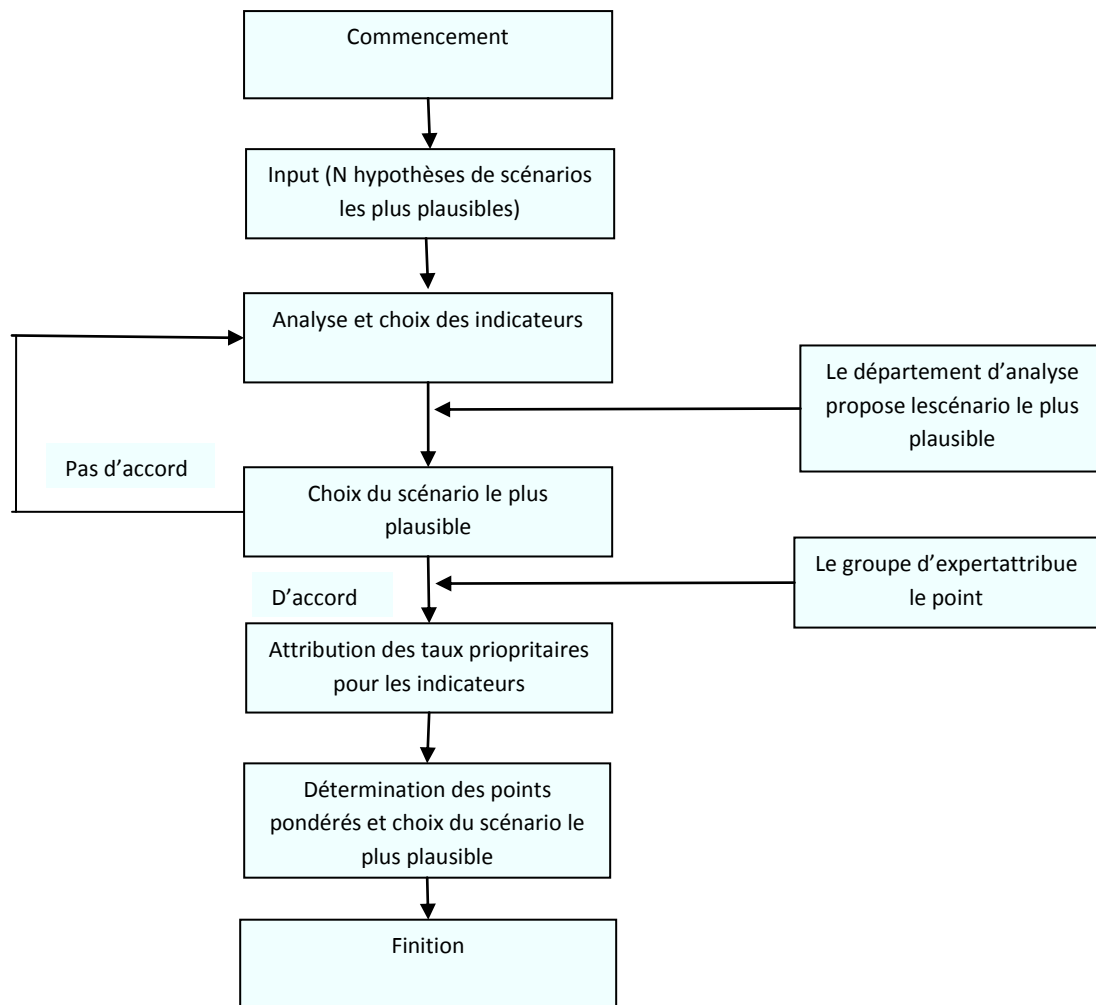


Figure 59: le modèle de l'analyse multicritère hiérarchique dans le processus de décision

Ici, nous pouvons comprendre le rôle important des propositions du département d'analyse dans le choix de scénario le plus plausible. Cela aide les décideurs à éviter des risques d'ignorance des données, ceux des biais cognitifs et de biais affectifs dans leurs prises de décision.

Le modèle d'analyse multicritère hiérarchique permet aux décideurs de choisir le scénario le plus plausible parmi les autres proposés par les groupes d'analystes lorsqu'ils envisagent un sujet à traiter de l'entreprise cible à un niveau d'évaluation dans un DAS. Cette méthode est également appliquée pour traiter de nombreux autres sujets à traiter concernant l'entreprise cible sous plusieurs facettes dans le même DAS. Elle demande beaucoup de ressources et de temps. Néanmoins, elle a le mérite d'être rationnelle.

4.1.3 Synthèse pour décision

Après avoir choisi les scénarios les plus plausibles de tous les sujets à traiter sous plusieurs facettes, les décideurs ont intérêt à les synthétiser pour avoir une vision globale sur l'entreprise cible et ses environnements dans le DAS correspondant. Pour ce faire, ils doivent se baser d'abord sur leur hiérarchie de la décision à partir de l'évaluation de l'entreprise cible

afin de déterminer l'impact de chaque facette. En général, les décideurs (gérants de portefeuilles) tendent à privilégier l'évaluation de la capacité compétitive de l'entreprise cible (l'évaluation microéconomique) par rapport à celle macroéconomique.

4.1.3.1 Préparation de décision : Comparaison entre scénario de l'évolution de l'entreprise cible et celui des conditions de son environnement

Quant à chaque scénario le plus plausible, les décideurs doivent hiérarchiser les ruptures potentielles concernant l'entreprise cible et son environnement. A partir de cela, ils peuvent évaluer préalablement les impacts de chaque incertitude (menaces, opportunités) et les points forts et faibles de la firme. Ce travail est considéré comme une étape préparatoire de la prise de décision finale. Pour ce faire, les décideurs peuvent organiser les réunions de travail avec les experts du DAS correspondant. Ces participants tiennent compte de deux canaux de traitement de l'information : interne et externe de l'entreprise cible. Ces réunions ont pour but de proposer et d'argumenter leur choix concernant la hiérarchie des ruptures. Cette méthode leur permet de réduire les risques de biais cognitifs et ceux de biais affectifs dans leur analyse.

Pour déterminer la situation décisionnelle, les décideurs peuvent confronter le scénario le plus plausible concernant l'entreprise cible à celui relatif à son environnement en fonction des différentes dimensions considérées et de chaque DAS. Cette comparaison leur permet d'évaluer si la compétence de l'entreprise cible et la capacité de la mobilisation des ressources peuvent répondre aux contraintes, aux attentes des parties prenantes (clients, fournisseurs, actionnaires, sociétés civiles, investisseurs). A partir de cela, ils peuvent évaluer l'évolution de la valeur de la firme dans chaque dimension et chaque DAS.

En général, les décideurs s'appuient sur l'évaluation des incertitudes concernant la valeur corporelle de l'entreprise cible et celle incorporelle.

Dans l'évaluation des risques concernant la valeur corporelle de la firme, les décideurs peuvent se baser sur les critères d'évaluation suivants : la capacité de création de valeur de l'entreprise cible et sa capacité d'équilibre financier. Quant à l'évaluation de la capacité de création de valeur de la firme, les décideurs peuvent définir les indicateurs financiers tels que : la rentabilité financière, l'espérance de rentabilité, l'actif économique, le taux de rotation de l'actif (chiffre d'affaires / actifs économique), la marge commerciale. Quant à l'évaluation de la capacité d'équilibre financier, ils peuvent se baser sur deux sous critères suivants : les grands équilibres et les capacités de financement de la croissance; le risque de solvabilité et de liquidité à court et moyen terme. Chaque sous critère est caractérisé par de nombreux indicateurs différents. Par exemple : pour évaluer les grands équilibres et les capacités de financement de la croissance, les décideurs peuvent définir les indicateurs comme ci-dessous :

- Le ratio d'endettement (Dettes financières/capitaux propres);
- L'évolution des capitaux propres;
- L'évolution du fonds de roulement;
- Le flux de trésorerie net annuel;

- Le taux de versement des dividendes (Dividendes/Résultats à répartir)
- La capacité de remboursement des emprunts (CAF/Dettes financières)
- L'attractivité des actions 1 (Bénéfice par action - BPA)
- L'attractivité des actions 2 (PER - Price Earning Ratio - Cours de l'action/ Résultat net)

En réalité, ces indicateurs peuvent être recueillis à travers des documents comptables de l'entreprise cible. En outre, les décideurs peuvent trouver les informations concernant les attentes financière des parties prenantes de la firme, notamment les actionnaires majoritaires. Comme nous avons mentionné ci-dessus, les décideurs peuvent recevoir le scénario le plus plausible et la hiérarchie des ruptures concernant l'entreprise cible en fonction de la dimension financière. La confrontation entre deux scénarios les aide à évaluer l'attrait financier de la firme ou sa valeur corporelle dans le DAS correspondant.

En outre, l'évaluation des risques concernant la valeur incorporelle ou la valeur de l'image/la réputation de la firme joue un rôle important dans l'évaluation de l'évolution de la firme dans le contexte changeant. Pour ce faire, les décideurs doivent s'appuyer sur la méthode des analyses de matrice stratégiques. De ce fait, ils doivent évaluer d'une part la compétence de l'entreprise cible; sa capacité de la mobilisation de ressources et d'autre part, l'évolution de ses environnements dans le DAS correspondant. Aujourd'hui, sous le développement de NTIC, les décideurs peuvent trouver ces types d'informations diffusés par de nombreuses parties prenantes (image/réputation). Ils sont souvent épars et fragmentaires. Pour remédier à cette difficulté, les deux premières étapes du cycle de renseignement financier (investigation, conception) leur permettent d'obtenir les informations élaborées en fonction de différentes dimensions (finance, économie, technologie et image/réputation) à partir des informations diffusées par plusieurs parties prenantes. En réalité, les groupes d'analystes peuvent identifier le scénario le plus plausible et ses ruptures hiérarchisées concernant la compétence de l'entreprise cible; sa capacité de la mobilisation des ressources et l'évolution de ses environnements dans le DAS correspondant. Cela est synthétisé dans les documents de synthèse destinés aux décideurs. Comme nous avons mentionné ci-dessus, ces derniers doivent se baser sur leur hiérarchie de critères d'évaluation pour attribuer les taux prioritaires pour les facettes d'évaluation différentes lorsqu'ils envisagent l'image de la firme. Dans ce contexte, ils peuvent utiliser la méthode de l'analyse multicritère hiérarchique pour déterminer le scénario le plus plausible de l'entreprise cible et ses ruptures hiérarchisées concernant la compétence de l'entreprise cible; sa capacité de mobilisation des ressources et l'évolution de ses environnements dans le DAS correspondant. Ensuite, la confrontation entre les deux scénarios les plus plausibles aide les décideurs à déterminer l'attrait de l'image/la réputation de la firme. .

L'évaluation de l'évolution de la valeur de la firme dépend strictement de la hiérarchie des dimensions différentes (finance, économie, technologie et image/réputation). Cela aide les décideurs à évaluer si la situation décisionnelle de la firme dans le DAS correspondant est favorable. Pour ce faire, ils peuvent utiliser la matrice d'évaluation de risque concernant la valeur de l'entreprise dans un domaine d'activité. Cette matrice les conduit à choisir les prises de décisions appropriées en fonction de l'une des quatre cases mentionnées dans la figure

"Matrice d'évaluation de risque concernant la valeur de l'entreprise dans un domaine d'activité" dans le chapitre 3.

Outre l'évaluation de la capacité compétitive de l'entreprise cible (l'évaluation microéconomique), les décideurs doivent s'intéresser aux informations méso-économiques et macroéconomiques ou aux informations externes qui influencent le fonctionnement de l'entreprise cible, notamment l'image/la réputation de la firme. En général, les décideurs tendent à privilégier les impacts mésoéconomiques sur la firme par rapport à ceux macroéconomiques.

Dans l'évaluation des impacts des aspects mésoéconomiques sur la firme, les décideurs se basent souvent sur les analyses de matrices stratégiques dans le DAS correspondant. Elles consistent à l'évaluation du cycle de vie des secteurs et marchés, à celle du cycle de vie des technologies, à celle des systèmes concurrentiels du BCG, de celle des cinq forces concurrentielles de Porter. En réalité, à la fin de l'étape de conception, les groupes d'analystes procurent aux décideurs les scénarios potentiels et leurs ruptures hiérarchisées concernant l'évaluation des impacts des aspects mésoéconomiques sur la firme. Parmi ces scénarios potentiels, ils peuvent identifier le scénario le plus plausible. Les analystes proposent donc aux décideurs la tendance (positive ou négative) de l'impact de ce scénario. En parallèle, ils peuvent s'appuyer sur leur hiérarchie des critères d'évaluation pour définir les taux prioritaires pour des indicateurs des évaluations ci-dessus. En se basant sur les propositions des groupes d'analyses, les décideurs peuvent utiliser la méthode de l'analyse multicritère hiérarchique pour déterminer la tendance du scénario le plus plausible et le degré des impacts de ses ruptures sur la firme, notamment son image/ sa réputation.

De même que l'évaluation des impacts des aspects mésoéconomiques sur la firme, les décideurs peuvent utiliser la même démarche pour identifier le scénario le plus plausible des aspects macroéconomiques, sa tendance (positive ou négative) et le degré des impacts de ses ruptures hiérarchisées sur la firme, notamment son image/ sa réputation. Néanmoins, les décideurs doivent s'appuyer sur la matrice de PESTEL.

En outre, ils peuvent identifier certaines parties prenantes qui risquent d'avoir des grands impacts sur l'entreprise et leurs ruptures potentielles à travers les analyses de la polarisation dans *l'étape de conception*. Cela constitue un repère important dans les prises de décision.

Après avoir collecté toutes les évaluations concernant l'entreprise cible dans tous les niveaux d'analyse, ils peuvent attribuer les taux prioritaires pour chaque niveau d'analyse. En se basant sur la hiérarchie du niveau d'évaluation et les taux prioritaires, les décideurs peuvent agréger toutes les évaluations pour préparer leurs évaluations de l'entreprise cible dans le DAS correspondant. Dans la pratique, ils peuvent appliquer cette démarche pour les autres DAS dans leur processus d'investissement.

Enfin, les gérants de portefeuilles peuvent s'appuyer sur la hiérarchie de domaines d'activités stratégiques et les taux de priorités pour les DAS afin de préparer leurs choix de prise de décision sur l'entreprise cible dans le contexte changeant.

4.2 Résistance à l'imprévisible : L'approche de l'art de la guerre

L'approche de l'art de la guerre

Pour renforcer les choix d'investissement sur l'entreprise cible, les décideurs peuvent se baser sur l'approche de l'art de la guerre proposée par Sun Tzu ou la pensée asiatique nommée force de situation (François Jullien) afin de concevoir une méthode dans une logique d'imprévisibilité des données. En réalité, il est difficile de prédire l'avenir en raison de la nature zipfienne des données que les décideurs traitent. A partir de ces observations, nous considérons qu'un projet d'investissement doit être lancé si ce projet arrive à surmonter les imprévisibles. Nous pensons qu'il est important de définir la robustesse, la capacité d'absorption des chocs imprévisibles, la résilience d'une organisation. Nous considérons que cette résilience est d'autant plus forte que les parties prenantes (clients, fournisseurs, banquiers, actionnaires, salariés, investisseurs) accordent leur confiance à l'entreprise cible. La réputation/l'image semble donc être au cœur de la force qui permettra à l'entreprise cible de surmonter les difficultés inévitables.

L'idée n'est donc pas de contrôler l'imprévisible mais de faire des choix d'investissement vers des entreprises qui auront la robustesse nécessaire pour surmonter ces difficultés. L'approche classique est inopérante puisqu'elle essaie de calculer des rentabilités à partir de données du passé ou à partir de projection du passé qui n'intègrent pas cette dimension d'incertitude.

L'approche privilégiée dans ce travail accepte l'incertitude et la considère comme une donnée. Notre approche repose sur la collecte d'information multi-sources qui vont permettre d'identifier la force de la situation, la force du contexte. L'entreprise cible bénéficie-t-elle du soutien de ses parties prenantes ? Si oui, la situation lui est favorable et elle sera en mesure de gagner la « guerre » qui s'annonce dans des conditions meilleures que l'entreprise qui connaît des fragilités.

L'idée est donc d'identifier des forces invisibles qui font avancer de façon vertueuse dans une dynamique. Ces forces sont apportées par les parties prenantes. L'image ou la réputation sont des mesures qualitatives qui permettent de mesurer ces forces et donc indirectement la capacité de réaction de l'entreprise cible à un choc.

En réalité, il existe une différence entre l'art de la guerre en Asie (Sun Tzu) et en occident (Clausewitz). En orient, on prépare la situation si bien que lorsque la guerre éclate elle est déjà gagnée. L'entreprise connaîtra des crises, des chocs. En bénéficiant du soutien de ses parties prenantes, elle sera à même de résister et de répondre aux chocs sans être menacée. Cette notion d'art de la guerre est en phase avec l'approche de force de la situation. Je ne commence la guerre que lorsque la situation m'est favorable.

Lors de la prise de décision, nous identifions donc de notre côté les entreprises qui ont des conditions favorables pour connaître celles qui seront le mieux à même de faire face à des situations d'incertitude.

Identifier les profils des parties prenantes sur les sources d'information.

Pour identifier l'entreprise ayant des conditions favorables face à des situations d'incertitude, il faut d'abord, prendre en considération les scénarios plausibles et leurs ruptures potentielles en fonction de nombreuses facettes d'évaluation concernant chaque entreprise cible. Quant à chaque facette d'évaluation (DAS, niveau d'évaluation, dimension d'évaluation), nous devons évaluer les conditions d'excès pour que les ruptures potentielles (bulles spéculatives) aient lieu.

Ce travail nous oblige à nous baser sur toutes les informations diffusées par les parties prenantes de la firme. Il faut noter que certaines parmi elles peuvent initier ces ruptures en donnant les avis positifs ou négatifs à l'image/la réputation de l'entreprise cible. Sous l'effet de la NTIC, ces avis peuvent être transmis rapidement au sein de la communauté des parties prenantes. Dans ce contexte, certaines personnes réagissent sur ces avis en postant leurs commentaires sur de nombreuses sources d'information telles que blogs, forums, réseaux sociaux, sites de recommandation. Leurs interventions peuvent confirmer ou infirmer les avis initiaux pour protéger ou nuire à l'image/la réputation de la firme. Dans certains cas, quelques internautes peuvent changer leurs idées sur les avis initiaux. Les interactions entre ces acteurs peuvent entraîner l'excès de ruptures, comme l'éclatement d'une bulle spéculative. Cela peut affecter l'image/la réputation de la firme. A l'issue de l'étape de conception dans notre cycle de renseignement financier, nous pouvons évaluer ces ruptures potentielles portant une caractéristique positive ou négative pour l'image/la réputation de la firme. Néanmoins, nous ne pouvons pas savoir quand l'excès de ces ruptures a lieu. Nous avons donc intérêt à évaluer les interventions entre les acteurs sur l'image/la réputation de la firme sur source.

A partir de ces observations, il faut identifier les profils des intervenants sur chaque source. Nous nous focalisons sur les sources disponibles sur internet dans notre recherche.

Il est donc important pour les décideurs de décrypter le jeu des acteurs qui interviennent et s'expriment sur l'image/la réputation sur chaque source dans une période de surveillance. Cette période se déroule souvent entre le moment de l'identification de rupture et celui de la prise de décision. Il y a là des parties prenantes (clients, fournisseurs, banquiers, actionnaires, salariés, investisseurs) non satisfaits, des gens satisfaits, sans doute des collaborateurs. Il est difficile d'identifier ces acteurs. A travers les outils statistiques de chaque site d'internet, nous pouvons compter le nombre d'interventions de personnes distinctes. Cela signifie que les personnes qui postent une intervention sont des acteurs qui interviennent ponctuellement. D'ailleurs, on peut compter les personnes qui déposent des commentaires sur les interventions postées. Quant au nombre de messages postés, nous déterminons les quantités de réactions du nombre d'internautes. On peut observer aussi le nombre d'intervenants réguliers.

Maintenant, nous avons intérêt à dresser une typologie de ces intervenants. Pour ce faire, nous devons concevoir une grille d'analyse. Ici, il faut distinguer deux dimensions : l'intervention initiale et les commentaires sur cette intervention. En réalité, l'intervention initiale peut être positive ou négative. Le commentaire sur une intervention peut confirmer ou infirmer l'intervention de départ. La grille d'analyse nous permet de classer à l'intérieur de la matrice (cases A, B, C, D) les internautes qui ont fait des commentaires.

Les commentaires classés dans les cases rouges reflètent des interventions exprimées par des personnes hostiles à la firme (cases A et C) tandis que les commentaires classés dans les cases blanches correspondent à des personnes favorables. Les commentaires classés dans les cases C et D reflètent les interventions des personnes introduisant une contradiction par rapport à l'avis primitivement exprimé. Pendant ce temps, les commentaires dans les cases A et B correspondent à des prises de position confirmatoires de l'idée de départ. Pour décrypter les jeux entre ces acteurs, nous devons procéder à l'affectation manuelle de chacun de commentaires dans cette grille d'analyse.

Pour ce faire, nous nous appuyons sur le nombre des interventions sur la source d'information correspondante. Chaque personne ayant posté un commentaire apparaît à l'intérieur de la matrice autant de fois que de commentaires postés. Le poids respectif de chaque case (X, Y, Z, W) est présenté dans la matrice suivante. Les cercles reflètent les proportions du nombre d'intervenants de chaque case du tableau.





	Intervention initiale hostile à l'entreprise cible	Intervention initiale favorable à l'entreprise cible
Commentaire confirmatoire de l'intervention initiale	A 	B 
Commentaire opposé à l'intervention initiale	C 	D 

Tableau 32 : Grille de profilage des intervenants (adopté de Boutin, 2008) avec indication du nombre d'intervenant dans chaque case (adopté de Boutin, 2008)

Nous mettons en œuvre cette matrice de façon manuelle. En réalité, nous rencontrons certaines difficultés pour affecter les commentaires de façon automatique dans les cases de la grille :

En premier lieu, l'évaluation humaine est concordante aux analyses textuelles de détermination de la polarité d'un texte dans le cas de textes longs. Dans certains cas, les acteurs peuvent laisser les commentaires courts et il est inutile d'utiliser les outils automatiques. De plus, ces derniers ont du mal à gérer des remarques ironiques.

Enfin, l'expert peut avoir la capacité de classer certaines interventions. Par exemple : « ça aurait été bien de fournir un point de retrait dans le quartier DONG DA ». Cette information montre le mécontentement d'un internaute.

A travers l'étape d'analyse, nous pouvons tirer de nombreuses observations sur l'interaction entre les parties prenantes sur l'image/ la réputation de la firme. Ces observations révèlent certaines hypothèses intéressantes sur les relations intimes ou hostiles entre certaines parties prenantes et l'entreprise.

A partir des nombreuses observations mentionnées ci-dessus, nous pouvons proposer l'hypothèse qu'il existe des forces de contexte ou des forces de situation, une logique d'autorégulation qui agit comme une « main invisible » pour contrebalancer les critiques exprimées. Autrement dit, cette méthode permet de voir si l'entreprise a des « défenses immunitaires » suffisantes, des anticorps lui permettant de lutter contre une agression extérieure dans un monde d'incertitude.

4.3 Décision finale

Cette étape permet de confronter la proposition de décision dans la rubrique « §2.4.1 proposition de décision » à la conclusion tirée de l'analyse de la résistance imprévisible pour prendre la décision finale.

Section III: Écart entre notre méthode et celle des investisseurs institutionnels Vietnamiens

Sous le développement de NTIC et l'effet de la mondialisation, les parties prenantes de l'entreprise cible se sentent libres d'exprimer leur avis sur l'entreprise ainsi que leurs contraintes, leurs attentes. L'idée de notre méthode est de se baser sur les informations diffusées par les parties prenantes sur l'entreprise cible pour compenser les phénomènes d'asymétrie d'information entre les investisseurs institutionnels et certaines parties prenantes détenant des informations privilégiées. Cela aide les investisseurs institutionnels à évaluer l'entreprise cible, notamment son image/sa réputation et ses environnements. Néanmoins, à travers notre étude de cas sur une entreprise Aquacole Vietnamienne, nous avons trouvé peu d'informations diffusées par les parties prenantes sur l'entreprise cible. Cela rend notre méthode difficile à mettre en œuvre dans sa globalité.

Dans le contexte changeant rempli d'incertitudes, nous proposons d'utiliser alternativement deux méthodes d'analyse de prise de décision (rationnelle et irrationnelle) au sein d'une société de gestion de fonds. Pour ce faire, il faut mobiliser le cycle de renseignement pour trois étapes du processus de prise de décision (investigation, conception et décision) mises en œuvre par trois acteurs au sein des investisseurs institutionnels (veilleurs, analystes et décideurs). Toutes les étapes sont enchaînées et synchronisées dans le processus des investisseurs institutionnels. Donc, si une étape commet une erreur, cela peut induire des erreurs systématiques pour l'étape suivante. De plus, les décideurs prennent beaucoup de

temps pour synthétiser tous les évaluations des acteurs (analystes) pour formuler les choix d'investissement.

D'après notre enquête, les investisseurs institutionnels Vietnamiens ne disposent pas d'un processus de collecte et d'exploitation d'information concernant l'entreprise cible de façon efficace, notamment les informations relatives aux activités stratégiques de la firme diffusées par les parties prenantes. Cela les conduit à se confronter à de nombreux risques d'ignorance des informations ou à ceux de biais cognitifs dans les étapes suivantes de leur processus d'investissement. Dans ce contexte, notre méthode devrait leur permettre de résoudre ces difficultés en utilisant le cycle de renseignement financier. C'est l'un des développements de notre modèle.

Il faut noter que notre méthode se focalise sur l'évaluation de l'évolution de la valeur de l'entreprise cible dans le contexte changeant. Cela oblige à évaluer la valeur corporelle (l'attrait financier) et celle incorporelle (l'attrait de l'image/la réputation). Pour ce faire, l'approche des analyses de matrice stratégique a été présentée comme un cadre d'analyse au sein du processus d'investissement des investisseurs institutionnels. Dans ce contexte, nous continuons à utiliser les indicateurs financiers exploités de documents ouverts. D'ailleurs, nous nous basons sur l'approche de l'intelligence collective pour proposer une méthode d'évaluation de la réputation de l'entreprise cible dans un contexte changeant. Cela nous permet de caractériser la réputation par les indicateurs extra financiers (image/réputation, technologie, économie).

Il faut souligner aussi que notre approche se situe en rupture par rapport à une approche classique qui repose sur les chiffres, les statistiques, des nombres. Nous avons montré que ces chiffres s'appuient sur des données futures estimées parfois fausses, difficiles à prévoir mais la puissance de ces analyses se situe dans l'appareillage mathématique mobilisé. Les gens ont confiance dans les chiffres. Notre approche plus qualitative fait donc peur. Il faut comprendre donc que nous proposons un changement et que le changement conduit à des résistances, à des freins qui rendent difficile de la mise en œuvre. Nous avons ainsi observé que les investisseurs vietnamiens familiers des indicateurs financiers de l'approche classique sont très réticents à adopter d'autres méthodes.

En outre, lors de la détection des éléments extérieurs ayant des grands impacts sur l'entreprise cible, les investisseurs institutionnels Vietnamiens semblent se focaliser sur les comportements d'autres investisseurs sur les marchés financiers sans tenir compte des parties prenantes dans d'autres dimensions d'évaluation. Cela peut les conduire à se confronter à de nombreux risques imprévisibles. Pour résoudre ce problème, nous pensons que les sociétés de gestion de fonds doivent proposer les hiérarchies de critères d'évaluation et les mettre en œuvre au sein de leurs processus d'investissement. Elles leur permettront de déterminer les origines de certaines incertitudes et leur degré d'impacts estimés sur l'entreprise cible. En outre, nous utilisons les analyses textuelles de détermination de la polarité d'un texte pour déterminer la tendance de ces incertitudes (positive ou négative). Autrement dit, ces outils permettent de mesurer le biais cognitif au sein des communautés dans la facette d'évaluation.

Ces analyses s'appuient souvent sur les analyses automatiques. Néanmoins, ces dernières révèlent souvent des contraintes dans leurs mises en œuvre.

A travers nos entretiens, les investisseurs Vietnamiens semblent ne pas apprécier la valeur incorporelle de l'entreprise cible, notamment son image/sa réputation. Ainsi, ils n'ont pas de méthode de gestion de l'imprévisible dans le contexte changeant. Néanmoins, sous l'effet de la mondialisation et du développement de NTIC, les entreprises Vietnamiennes sont en train de s'intéresser à leur valeur incorporelle, notamment leur image/leur réputation. Ainsi, le rôle de la réputation jouera peu à peu un rôle important dans la prise de décision des investisseurs institutionnels. Dans ce contexte, notre travail fournit aux sociétés de gestion de fonds une méthode qui s'inscrit dans une logique d'imprévisibilité des données. Cela permettra d'évaluer la capacité d'anti choc de l'image/la réputation de la firme grâce au soutien des forces de situation ou des forces de contexte apportées par les parties prenantes.

Nous pensons qu'il est encore tôt pour mettre en œuvre notre méthode au terrain Vietnamien car les sources d'informations disponibles sur internet sont encore pauvres. Cela provient de la culture d'information du Vietnam. De plus, la qualité de ces sources et des informations est souvent variable et d'un contrôle difficile. Cependant, notre méthode peut ouvrir une nouvelle voie que les investisseurs institutionnels pourront mettre en œuvre dans le contexte changeant, notamment sous l'effet de la mondialisation et de NTIC.

Conclusion générale

Le mérite de cette thèse est de montrer la limite du paradigme classique en situation d'incertitude et de proposer une méthode qualitative reposant sur la réputation pour caractériser le degré de robustesse d'une organisation à des chocs. Dans le cadre de cette thèse, nous avons souhaité connaître le point de vue des investisseurs institutionnels Vietnamiens sur le concept de l'image/la réputation de l'entreprise cible, de l'intelligence économique et leur impact dans leur processus d'investissement dans le contexte changeant. De ce travail, nous pouvons proposer un modèle de prise de décision en situation d'incertitude renouvelant l'approche traditionnelle utilisée par les prévisionnistes et analystes financiers et donner aux investisseurs un outil d'aide à la décision pour guider leurs choix d'investissement.

Considérant la limite des méthodes de prises de décision d'investissement dans le contexte économique mondialisé, nous avons initialisé ce travail par le chapitre « marchés financiers et dynamique de l'investissement » en faisant rappel à des fonctions, à de la structuration et à des logiques des marchés financiers, aux concepts, aux raisonnements dans la théorie de l'efficience des marchés et la théorie de la finance comportementale ainsi que la dynamique de la prise de décision au sein des investisseurs institutionnels. Ce chapitre nous a permis d'avoir une vision générale sur l'utilisation des modèles privilégiant les analyses d'inférence statistique, les tests et les corrélations dans le processus d'investissement. Néanmoins, à

travers les turbulences et les crises financières récentes, ces modèles ont souvent été mis en défaut face à des chocs difficilement prévisibles dans le processus d'investissement, malgré des tentatives de rationalisation à posteriori. Dans ce contexte, la finance comportementale révèle l'ignorance des phénomènes comportementaux des acteurs sur les marchés financiers comme l'une des limites principales de ces modèles (Asymétrie d'information). De plus, les erreurs de prise de décision résultent de l'ignorance des relations de causalité et de conséquence entre des phénomènes anormaux auxquels les investisseurs se heurtent au cours des différentes étapes de la collecte, du traitement et de la synthèse des informations dans leur processus d'investissement. En réalité, les prises de décisions des investisseurs institutionnels, notamment des sociétés de gestion de fonds reposent sur l'ensemble des avis de leurs analystes et des personnes impliquées dans leurs organismes. Néanmoins, ces personnes rencontrent souvent des contraintes concernant la méthode de traitement des données pendant le processus d'investissement. De plus, les sociétés de gestion de fonds doivent faire face à de multiples contraintes induites par le temps, la diversité des choix et les changements dans les réglementations. Celles-ci limitent la liberté de choix des décideurs qui ne peuvent librement choisir les titres qu'ils souhaiteraient et ne répondent pas aux hypothèses de la théorie de l'efficience des marchés. Cela explique les limites des méthodes d'évaluation des actifs dans le contexte actuel.

D'ailleurs, sous l'effet de la globalisation et le développement des NTIC, les informations sont transformées très rapidement partout dans le monde. Dans ce contexte, l'explosion des informations conduit les sociétés de gestion fonds à se confronter à des informations contradictoires et aussi à des phénomènes de surinformation concernant l'entreprise cible et son environnement. Par conséquent, elles peuvent rencontrer plusieurs incertitudes (opportunités ou risques) dans leur processus d'investissement. Dans certains cas, elles sont surprises par les risques imprévisibles qui laissent des conséquences indésirables. Ainsi, les sociétés de gestion de fonds ont besoin de disposer de capacités de réaction rapide et efficace afin d'anticiper et de s'adapter aux mutations incessantes de l'environnement, notamment de l'environnement financier, afin d'adopter les meilleures positions sur les marchés. Pour ce faire, elles doivent définir leurs besoins d'informations, les collecter, les traiter, les analyser, les archiver, et enfin diffuser des renseignements synthétiques pertinents au bon moment. Ces étapes s'inspirent d'un cycle de renseignement issu de l'approche de l'intelligence économique.

Dans le livre « Le Cygne noir – La Puissance de l'imprévisible », Nassim Nicolas Taleb décrit un monde incertain avec les phénomènes imprévisibles dans le futur. En effet, les marchés de capitaux, les acteurs de la finance tendent à se connecter strictement aux réseaux de la finance au niveau national et international sous l'effet de la globalisation. Dans ce contexte, l'erreur d'un acteur peut affecter l'ensemble du système économique, financier de façon rapide avec des conséquences extrêmes. Par conséquent, il existe toujours des éléments extérieurs influençant directement ou indirectement les indicateurs financiers, technologiques, techniques, économiques en général et d'images de la société en particulier. Comment peut-on identifier tous ces éléments et les gérer de manière efficace dans le monde incertain ? En fait, nous pouvons trouver la démarche à travers la recherche de la rationalité limitée, celle de

la bulle spéculative et celle de la logique de l'incertain proposée par Nassim Nicolas Taleb. Cette logique est élaborée par les lois zipfiennes que nous rencontrons couramment en sciences de l'information et de la communication. A partir de cela, nous proposons une approche de gestion de risque comme outil mis à disposition des investisseurs leur permettant la gestion de l'imprévisible afin d'éviter des surprises par les changements rapides de l'environnement.

A partir de ces observations, notre objectif est de renouveler les approches traditionnelles des prévisionnistes et analystes financiers en mobilisant deux approches complémentaires qui sont développées en Sciences de l'information et de la communication : l'intelligence économique appliquée au domaine financier et l'utilisation de techniques modernes de gestion de l'imprévisible.

I. Apport

L'originalité de cette thèse est de montrer que dans le processus d'investissement, les investisseurs utilisent les informations diffusées pour compenser les asymétries d'informations entre eux-mêmes et les parties prenantes de l'entreprise cible (clients, actionnaires, fournisseurs sociétés civiles, dirigeants). Cela les aide à évaluer l'entreprise cible et ses environnements pour préparer leur décision d'investissement dans le contexte changeant.

A. Contribution théorique

Dans notre travail, nous considérons l'évaluation de la robustesse de l'entreprise cible comme l'un des critères principaux d'évaluation des investisseurs institutionnels dans le contexte actuel. Auparavant, les investisseurs s'intéressaient à évaluer la performance financière comme critère principal sans tenir compte d'autres aspects extra-financiers dans leur processus d'investissement. Néanmoins, aujourd'hui, les informations concernant les aspects extra-financiers de l'entreprise cible sont de plus en plus disponibles avec le développement de NTIC et l'effet de la mondialisation. Dans ce contexte, nous proposons une vision globale dans laquelle les investisseurs peuvent prendre en compte les aspects extra-financiers dans leur processus d'investissement. Cela les oblige à avoir une méthode d'évaluation de la performance d'entreprise dans le contexte changeant. A partir de cela, nous retenons l'évaluation de la performance globale de l'entreprise cible comme une méthode d'évaluation d'investissement permettant d'évaluer l'évolution de la valeur de l'entreprise cible. Pour ce faire, nous pouvons évaluer la valeur corporelle et la valeur incorporelle de l'entreprise cible (valeur de marque et celle de la réputation).

Aujourd'hui, l'impact de la valeur incorporelle, notamment celui de la réputation joue un rôle important dans l'évaluation de la valeur de l'entreprise cible. Cela affecte directement la prise de décision des investisseurs. En réalité, la réputation de l'entreprise cible résulte de l'agrégation de la perception des parties prenantes de l'entreprise cible. Ainsi, le changement de la réputation dépend strictement de leurs comportements. Par conséquent, la réputation est toujours changeante. Dans ce contexte, il n'existe pas encore d'une méthode permettant d'évaluer la réputation aux yeux d'investisseurs.

Nous proposons aux investisseurs institutionnels certaines approches permettant d'évaluer l'évolution de la valeur de l'entreprise en général et celle de la valeur de la réputation en situation d'incertitude.

Intelligence financière

Nous proposons une définition de l'intelligence financière et un système d'intelligence financière en nous basant sur l'approche de l'intelligence économique dans le domaine financier.

Nous considérons l'intelligence financière comme une méthode systémique synthétisant de nombreuses techniques différentes permettant aux investisseurs institutionnels, notamment les sociétés de gestion de fonds de collecter les informations sur l'entreprise cible et son environnement, de les vérifier, de les exploiter, de les synthétiser et de prendre des décisions. Elle a pour but d'aider les sociétés de gestion de fonds à déterminer les risques ou les opportunités lors de l'évaluation de l'entreprise cible.

Nous pensons que le processus d'investissement des sociétés de gestion de fonds se base sur l'ensemble des informations collectées et exploitées par tous les membres au sein de ces organismes. Il faut noter que les membres peuvent occuper de missions différentes. Il s'agit des veilleurs, des analystes, des experts dans les différents domaines, des gérants de portefeuilles. Dès lors, la démarche de l'intelligence financière n'est pas identique lorsque les gérants de portefeuille prennent leur décision d'investissement.

Dans ce contexte, nous considérons que le système de prise de décision d'investissement s'appuie sur deux approches principales :

- Méthode d'exploitation de l'information en se basant sur le cycle de renseignement proposée par F.Jakobiak.
- Méthode de prise de décision basée sur le modèle cognitif ou le modèle de la prise de décision de Simon (IDC ou IMC).

Il faut noter que ces deux méthodes sont utilisées de façon alternative et se fondent unes sur les autres.

Dans le cadre de notre travail, l'approche de l'intelligence financière (IF) fournit aux sociétés de gestion de fonds un processus d'investissement pour évaluer l'évolution de la valeur de l'entreprise cible. Pour ce faire, nous pensons qu'elles doivent définir leurs besoins d'informations sur l'entreprise cible et son environnement, de collecter et de rechercher les informations, de les vérifier, de les synthétiser. Ce travail leur permet de transformer les informations informelles et subjectives en informations plus formelles et plus objectives.

Dans ce contexte, nous considérons que les risques relatifs à la valeur de l'entreprise cible deviennent les risques d'affaires des sociétés de gestion de fonds. Ils sont détectés et gérés dans une boucle de l'ensemble des connaissances : collecter, organiser, intégrer et réutiliser.

Nous considérons que l'IF se compose de trois principaux composants : Investigation, Conception et Décision. Ces trois composants sont enchaînés et synchronisés.

- Investigation : Cette étape permet aux sociétés de gestion de fonds de poser les questions décisives sur l'entreprise cible et son environnement. Ce travail les oblige tout d'abord à s'intéresser au travail de la collecte de l'information. Il faut noter que l'information disponible sur une entreprise est hétérogène : formelle ou informelle, papier ou électronique, primaire ou secondaire, ouverte ou fermée, financière, sociétale, légale, économique, technologique. Pour éviter les risques de désinformation, nous pensons que les sociétés de gestion de fonds doivent identifier dans le contexte de recherche, quelles sont les sources d'information disponibles sur les entreprises et d'en dresser une typologie. Nous pensons que les sociétés de gestion de fonds peuvent se baser sur l'analyse de matrices stratégiques pour identifier des « indicateurs » de l'image de l'entreprise cible. Cela les aide à rechercher et à collecter les informations sur l'entreprise cible et son environnement. Ensuite, les informations collectées doivent être qualifiées et diffusées aux bons utilisateurs au sein de ces organismes. Elles seront utilisées dans l'étape suivante. Ainsi, nous considérons que cette démarche s'inscrit dans une logique de surveillance continue de l'environnement.

- Conception : Cette étape correspond à transformer des informations brutes en celles élaborées et à la création du sens de ces informations. Pour ce faire, nous considérons que les sociétés de gestion de fonds doivent détecter les signaux faibles à partir des informations brutes concernant l'entreprise cible et son environnement. A partir de cela, elles peuvent créer les liens entre les signaux faibles pour avoir les informations élaborées et construire des scénarios hypothétiques. Enfin, nous pensons que les sociétés de gestion de fonds peuvent identifier les ruptures des scénarios les plus plausibles. Ces derniers doivent être stockés et transmis aux bons utilisateurs dans l'étape suivante.

- Décision : Cette étape leur permet de synthétiser tous les scénarios hypothétiques concernant l'entreprise cible et son environnement pour prendre la décision d'investissement. Pour ce faire, les sociétés de gestion de fonds doivent collecter les scénarios hypothétiques les plus plausibles et les ruptures de ces derniers dans l'étape 2. Ensuite, nous pensons qu'elles doivent les classer selon l'ordre prioritaire pour synthétiser toutes les évaluations. A partir de cela, les sociétés de gestion de fonds peuvent confronter toutes les évaluations concernant l'évolution de l'entreprise cible et celle de son environnement pour prendre la décision. Il faut noter que de nombreux acteurs sont impliqués dans le processus d'intelligence financière. Nous pensons que les veilleurs, les décideurs interviennent dans l'étape de l'investigation ; les veilleurs (les traqueurs) et les analystes s'exercent dans l'étape de la conception; les décideurs (les gérants de portefeuille) et les groupes d'experts participent à l'étape de décision.

Nous pensons que l'approche de l'intelligence financière fournit aux sociétés de gestion de fonds, notamment aux acteurs les méthodes et les outils nécessaires pour rechercher et collecter les informations sur l'entreprise cible et son environnement, les analyser et les synthétiser dans le contexte changeant. Cela correspond à intégrer un cycle de renseignement à chaque étape mentionnée ci-dessus. Cette méthode permet de réduire les contraintes

auxquelles les sociétés de gestion de fonds se confrontent. De là, elles peuvent évaluer les évolutions de la valeur de l'entreprise cible de façon continue.

Méthode d'évaluation de la valeur de l'entreprise dans le contexte changeant.

Dans le contexte actuel, nous proposons une méthode d'évaluation de la valeur de l'entreprise permettant de fournir au décideur (gérant de portefeuille) un outil d'aide à la décision pour guider ses choix d'investissement. Cet outil repose sur une approche de type intelligence économique. Nous considérons que la prise de position sur un marché financier dépend de critères financiers et non financiers et/ou d'éléments liés à l'image/la réputation de l'entreprise, ces éléments étant d'ailleurs en interaction.

.Dans ce contexte, nous considérons que les investisseurs doivent s'inspirer du concept de la rationalité limitée et du processus de prise de décision d'expert proposée par Simon. Cela les oblige à définir plusieurs critères d'évaluation d'investissement entre l'état initial d'investissement (l'état de connaissance initiale sur l'entreprise cible ou ses environnement) et celui final (la décision d'investissement) dans leur processus d'investissement. A partir de cela, ils peuvent formuler leur système hiérarchique de critères d'évaluation d'investissement en fonction de leur heuristique et leur expérience. Ce système consiste à plusieurs facettes d'évaluations différentes telles que les DAS, le niveau d'analyse, les critères d'évaluations d'investissement et les indicateurs d'investissement. Cette méthode permet aux investisseurs de prendre rapidement la décision d'investissement de façon rationnelle sans perdre beaucoup de temps et d'effort.

Nous considérons que les investisseurs ne peuvent pas évaluer toutes les informations disponibles concernant l'entreprise cible ou ses environnements dans tous les domaines d'activités stratégiques (DAS) à travers une seule évaluation. Par conséquent, nous pensons qu'ils ont intérêt à se baser sur leurs hiérarchies des critères d'évaluation d'investissement pour déterminer les DAS prioritaires à surveiller. A partir de cela, ils se focalisent à évaluer la valeur de l'entreprise cible sur chaque segment stratégique prioritaire. Ensuite, ils se basent sur leur hiérarchie de DAS pour synthétiser toutes les évaluations de sa valeur de chaque DAS pour avoir une vue globale sur l'évolution de sa valeur.

Dans chaque DAS, nous pensons que les investisseurs peuvent préparer leur prise de décision d'investissement en se basant sur l'évaluation de la réputation de l'entreprise cible et celle de l'attrait financier selon 3 étapes (investigation, conception et décision).

Notre travail permet de concevoir une méthode d'évaluation de la réputation/l'image de l'entreprise cible de façon rationnelle en s'inspirant de l'approche de la sagesse de foule proposée par James Surowiecki ou de celle de l'intelligence collective dans le contexte changeant. Cette méthode se base sur le processus de décision d'expert. De ce fait, nous considérons que l'évaluation de la valeur de l'entreprise, notamment celle de la valeur de la réputation doit s'appuyer sur deux chaînes d'évaluation (évaluation interne et celle externe) dans le cadre des analyses de matrices stratégiques. L'évaluation interne permet d'évaluer la compétence de l'entreprise cible et sa capacité de mobilisation des ressources tandis que l'évaluation externe a pour but d'évaluer les attentes et les contraintes des parties prenantes et

les évolutions de son environnement. En réalité, les investisseurs peuvent se baser sur leurs hiérarchies de critères d'évaluations pour évaluer l'image dans chaque facette d'évaluation et agréger toutes ces évaluations pour avoir une évaluation globale sur la réputation dans le DAS correspondant.

En outre, nous pensons que les investisseurs continuent à se baser sur les critères financiers pour formuler l'évaluation de l'entreprise cible et celle de ses environnements. Ainsi, nous considérons ces critères qui sont susceptibles d'être exploitées à partir des informations ouvertes. De là, les investisseurs peuvent établir un tableau de bord permettant d'avoir une vue générale sur l'attrait financier de l'entreprise cible.

Dans ce contexte, nous proposons également une matrice d'évaluation de la valeur de l'entreprise cible en situation d'incertitude en se basant sur deux critères principaux : l'attrait financier et l'attrait de réputation. Cette matrice est considérée comme un outil d'aide à la décision pour les investisseurs dans le contexte actuel.

Gestion de l'imprévisible en se basant sur l'idée de Taleb

Dans le contexte actuel, la réputation de l'entreprise est susceptible d'être influencée par les phénomènes externes. Cela affecte directement sur la valeur de l'entreprise cible ainsi que sur les prises de décision des investisseurs. Dès lors, notre travail consiste également à proposer une méthode permettant de détecter et gérer ces phénomènes de façon rapide et efficace en situation d'incertitude. Pour ce faire, nous proposons d'abord un passage de la statistique Gaussienne à la loi Zipfienne afin de renouveler la méthode de la gestion de risque. Ce travail montre que la réputation est un phénomène social caractérisé par l'échelle ou synthétisé par plusieurs facettes d'évaluations différentes. Nous considérons la réputation comme une forme géométrique proposée par Mandelbrot. Dans chaque facette d'évaluation, les phénomènes externes sont souvent liés à des sujets que l'entreprise concerne ainsi qu'à des informations qui reflètent le fonctionnement de l'entreprise. Avec le développement de NTIC et sous l'effet de la mondialisation, les parties prenantes de l'entreprise cible expriment facilement leurs points de vue qui peuvent être positifs ou négatifs sur les sujets concernant de l'entreprise cible. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent prendre la décision irrationnelle en imitant ces points de vue. Cela peut initier l'apparition des bulles spéculatives. Ces dernières peuvent laisser des conséquences extrêmes sur l'image ou la réputation de l'entreprise cible si elles éclatent. Dans certains cas, les investisseurs peuvent trouver une bonne opportunité d'investissement lorsqu'ils se confrontent à ces bulles spéculatives. Ainsi, nous proposons une vision dans laquelle les bulles spéculatives apparaissent non seulement dans le domaine financier mais dans les domaines extra-financiers.

En réalité, les évaluations (positives/négatives) sur l'image/la réputation de l'entreprise cible sont cumulatives. Ces effets tendent à croître sous l'effet de la mondialisation et le développement de NTIC. Dans ce contexte, la réputation respecte la théorie appelée «avantage cumulatif». Selon Taleb, cette théorie est une idée générale de la théorie du processus de distribution prioritaire. Ainsi, nous considérons que la réputation obéit à la théorie du processus de distribution prioritaire ou à la loi de Zipf (la loi de petit nombre) utilisée en science de l'information et de la communication.

En réalité, les facettes d'évaluation sont identifiées à travers les critères d'évaluation d'investissement définis dans la méthode d'évaluation de la réputation de l'entreprise cible de façon rationnelle. Selon l'idée de Mandelbrot sur la géométrie fractale, nous considérons que les taux prioritaires des critères d'évaluation d'investissement sont identiques à ceux des facettes d'évaluation dans toutes les échelles. Autrement dit, les hiérarchies des facettes d'évaluation sont constantes dans toutes les échelles.

De plus, nous nous appuyons sur les idées de Taleb pour concevoir la méthode de la gestion de l'imprévisible dans le contexte actuel. Selon lui, les investisseurs devraient déterminer la source des éléments extérieurs et évaluer leur impact sur l'entreprise cible. A partir de cela, nous pensons que les investisseurs peuvent se baser sur les hiérarchies des facettes d'évaluation de la réputation pour déterminer l'origine de phénomènes et leur degré d'impact sur la réputation de l'entreprise cible. Néanmoins, ils ne connaissent pas encore la tendance de ces impacts. La détection de cette tendance joue un rôle important dans la gestion de risques imprévisibles car elle permet d'identifier les risques ou les opportunités d'investissement. Pour résoudre cette difficulté, quant à une facette d'évaluation, nous proposons de collecter toutes les informations sous forme de textes. Ensuite, nous utilisons la méthode d'analyse de discours en appliquant un logiciel de traitement de texte pour déterminer la polarité de texte (positive ou négative). Pour améliorer les résultats d'analyse, nous avons créé un dictionnaire de valence spécialisé en matière de finance utilisé dans ce logiciel. De plus, ces résultats doivent être confrontés à une analyse humaine pour assurer l'exactitude.

Force de situation (François Julien)

La méthode de gestion de risque se basant sur l'idée de Taleb cherche à minimiser les risques imprévisibles. Elle ne donne pas une méthode afin d'évaluer la durabilité de la réputation en situation d'incertitude. Dans ce contexte, nous proposons une méthode d'évaluation de la résistance de la réputation de l'entreprise cible face à l'imprévisible en nous inspirant de l'approche de l'art de la guerre de Sun Tzu (ou la force de situation de François Julien). Cette méthode oblige les investisseurs à définir la robustesse, la capacité d'absorption des chocs, la résilience d'une organisation. Nous considérons que cette résilience est d'autant plus forte que les parties prenantes (clients, fournisseurs, banquiers, actionnaires, salariés, investisseurs) accordent leur confiance à l'entreprise. Nous pensons que la réputation se situe au cœur de la force permettant à l'entreprise de surmonter les difficultés inévitables.

Dans ce travail, nous nous focalisons sur le choix d'investissement vers des entreprises qui auront la robustesse nécessaire pour surmonter ces difficultés.

En se basant sur la pensée asiatique, nous pensons que les investisseurs acceptent l'incertitude et la considèrent comme une donnée. Ainsi, notre approche les oblige à collecter les informations multi-sources pour identifier la force de situation. Dans ce contexte, nous considérons que les investisseurs doivent déterminer si l'entreprise cible bénéficie du soutien de ses parties prenantes. Si c'est le cas, la situation est favorable et elle sera en mesure de surmonter les difficultés qui s'annoncent dans les conditions meilleures.

Pour préparer une bonne prise de décision, nous pensons que les investisseurs doivent identifier les forces invisibles qui font avancer de façon vertueuse dans une dynamique. Il faut noter que ces forces sont apportées par les parties prenantes. Nous considérons l'image ou la réputation comme les mesures qualitatives afin de déterminer ces forces et donc indirectement la capacité de réaction de l'entreprise cible à un choc.

A travers l'approche de l'art de la guerre (Sun Tzu) ou de la force de situation (François Julien), la situation est si bien préparée lorsque la guerre éclate elle est déjà gagnée. Un parallèle peut être pris avec ce qui nous préoccupe. Cette idée nous suggère de proposer une méthode permettant d'évaluer la capacité de la résistance de la réputation de l'entreprise cible face à des chocs ou à des bulles spéculatives.

Dans le contexte actuel, les investisseurs peuvent identifier les scénarios les plus plausibles avec les ruptures de ces derniers dans certaines facettes d'évaluation. En général, certaines parties prenantes de l'entreprise cible peuvent être influencées par les informations diffusées par d'autres personnes tandis que d'autres parties prenantes ne peuvent pas être affectées. La tendance des avis des parties prenantes joue un rôle important pour la réputation de l'entreprise. Ainsi, le changement de cette tendance affecte les prises de décision des investisseurs. Nous pensons que les investisseurs doivent décrypter les jeux des parties prenantes qui interviennent et s'expriment sur l'image/la réputation dans une période. Les investisseurs prennent leur décision si la situation de l'entreprise cible lui est favorable.

B/ Contribution empirique et résultat

Pour valider notre contribution théorique, nous avons choisi le Vietnam comme notre terrain de recherche. Nous avons identifié et classé la typologie des sources d'informations disponibles concernant les entreprises Vietnamiennes auxquelles les investisseurs institutionnels pourraient s'intéresser. Il s'agit des informations diffusées sur internet, de celles diffusées par voie de presse écrite, des sources informations informelles d'information. Les informations sont trouvées dans plusieurs types d'informations différentes : formelles ou informelles, macroéconomiques ou microéconomiques, techniques ou financières, payantes ou gratuites.

Notre question de recherche, proposant un modèle novateur de prise de décision en situation d'incertitude ainsi qu'un système de renseignement pertinent, nous a conduit à une audition semi-directive auprès de gérants de portefeuilles Vietnamiens. Cette approche qualitative nous permet d'entendre une réflexion approfondie sur les méthodes de prises de décision, les critères d'évaluation d'investissement différents, leur perception de réputation et le rôle de l'intelligence financière dans leur processus d'investissement. Les résultats que nous avons obtenus nous permettent d'une part, d'élaborer notre système de renseignement financier en prenant en compte les hiérarchies des critères d'évaluation d'investissement des gérants de portefeuilles Vietnamiens et d'autre part, de préciser les limites de notre travail ainsi que les perspectives que nous envisageons.

Résultat

Au Vietnam où on se trouve un système législatif incomplet avec une application et un contrôle encore faibles, et des sources d'informations encore pauvres, le rôle de la réputation de l'entreprise cible n'est pas apprécié dans les prises de décision d'investissement des investisseurs institutionnels.

Nos entretiens montrent qu'ils n'ont pas une méthode efficace pour classifier les segments stratégiques de l'entreprise cible dans leur processus d'investissement. Cela les conduit à se confronter à certaines difficultés où l'évaluation d'une entreprise de multi-activités. Dans ce contexte, ils tendent à se focaliser sur l'évaluation de la segmentation principale de la firme.

Nous constatons qu'ils persistent à privilégier l'utilisation des aspects financiers par rapport à celle des aspects extra-financiers dans ce contexte changeant. De ce fait, ils se concentrent principalement sur l'évaluation de la performance financière de la firme pour évaluer l'évolution de sa valeur. En parallèle, ils préfèrent utiliser les indicateurs financiers pour formuler les prévisions concernant l'évolution de l'environnement de la firme. Cette évaluation s'exerce à travers 3 niveaux d'analyse différents (analyse micro-économique, celle méso-économique et celle macroéconomique). Pour déterminer l'attrait financier de la firme, ils peuvent synthétiser les évaluations concernant l'évolution de sa performance financière et celle de son environnement à travers un tableau de bord constituant des indicateurs.

Dans ce contexte, ils tendent à collecter toutes les informations disponibles à travers les sources d'informations ouvertes, gratuites, payantes telles que la commission des opérations de bourses (COB), les courtiers d'informations financiers, ... En général, les informations financières sont très exhaustives et diverses.

Outre les informations financières exploitées des sources d'informations disponible, les investisseurs institutionnels cherchent à collecter d'autres informations extra-financières diffusées par les parties prenantes de l'entreprise cible dans le processus d'investissement. . Cela les aide à confirmer ou nier les évaluations formées à partir des informations antérieures collectées sur l'entreprise cible et son environnement, surtout dans la dimension financière. Pour ce faire, les investisseurs institutionnels exploitent principalement les informations diffusées sur les forums financiers ou dans les enquêtes de terrain et leurs relations professionnelles et privées. De là, ils peuvent identifier les indicateurs extra- financiers pour évaluer la compétitivité fonctionnelle de la firme, sa compétence, sa capacité de mobilisation des ressources ainsi que l'évolution de son environnement.

Nous constatons que certains investisseurs institutionnels rencontrent des difficultés dans la collecte d'informations du fait des contraintes de ressources humaines et d'argent. En effet, les informations extra-financières sur l'entreprise cible sont peu diffusées sur internet dans le contexte actuel. Cela conduit les investisseurs à ne pas avoir les informations nécessaires dans l'évaluation de la firme. De plus, ils ne disposent pas d'une méthode de qualification d'information et d'exploitation des informations de façon efficace au sein de leurs organismes.

A travers notre enquête, nous nous rendons compte que les investisseurs institutionnels Vietnamiens privilégient l'évaluation de la robustesse de l'entreprise cible par rapport à celle des autres niveaux d'analyse (méso-économique et macroéconomique) dans leur processus

d'investissement. A chaque niveau d'analyse, chacun a développé un système hiérarchique des critères d'évaluation d'investissement en fonction de son heuristique et son expérience pour préparer leur décision d'investissement.

En outre, nous constatons que les investisseurs institutionnels mettent en œuvre des méthodes pour faire la gestion de risques imprévisibles dans le marché boursier Vietnamien. Il s'agit, d'une part de la surveillance de comportements des autres investisseurs sur les marchés financiers, d'autre part de la minimisation des risques en évitant les titres susceptibles d'être influencés par les spéculateurs.

Nous constatons que les investisseurs institutionnels vietnamiens utilisent alternativement deux méthodes de prise de décision dans leur processus d'investissement : méthode d'évaluation de façon rationnelle ou méthode de prise de décision d'expert et technique de gestion de risques imprévisibles.

A partir du résultat de l'enquête, nous élaborons un modèle de prise de décision se composant de l'approche de l'intelligence financière et des techniques de gestion d'imprévisible.

Elaborer un système de renseignement financier pour les investisseurs institutionnels Vietnamiens.

Après avoir pris en considération la pratique des gérants de portefeuilles Vietnamiens, nous avons proposé un système de renseignement financier et des techniques de gestion de l'imprévisible pour guider le choix d'investissement. Ce modèle consiste à deux cycles de renseignement financier différents et complémentaires. Le premier cycle permet aux sociétés de gestion de fonds d'identifier et de détecter des opportunités afin de choisir l'entreprise potentielle à investir. Une fois les titres de l'entreprise cible achetés, le deuxième cycle a pour but d'anticiper les risques et les menaces pour éviter les conséquences indésirables concernant leur investissement. Nous considérons que ces deux cycles de renseignement ont la même approche dans notre système de renseignement financier.

Ce système se compose de 3 phases différentes :

- Phase I : Evaluation préliminaire : Cette phase permet aux sociétés de gestion de fonds d'effectuer une présélection d'investissement sur l'entreprise potentielle à investir. Ce travail consiste à évaluer la conformité de l'entreprise cible à leur stratégie d'investissement et le positionnement de la firme par rapport à ses domaines d'activités stratégiques.
- Phase II : Analyse approfondie : Cette phase a pour but d'élaborer une meilleure évaluation pour la présélection d'investissement grâce à une équipe d'investissement. Dans cette phase, les gérants de portefeuilles doivent mettre en œuvre un système de critères d'investissement pour que leurs collaborateurs puissent respecter le cadre de travail.
- Phase III : Décision finale : Cette phase est la clôture de la sélection d'investissement pour l'entreprise cible.

Dans notre méthode, nous nous focalisons sur la phase II et phase III. Ainsi, nous proposons de mettre en œuvre un cycle de renseignement à chacune des étapes constituée de chaque phase II et III.

Dans ce système, nous nous concentrons à évaluer l'évolution de la valeur de l'entreprise cible, surtout la valeur incorporelle (image/réputation) en se basant sur deux chaînes d'évaluation (évaluation interne et évaluation externe) en situation d'incertitudes. Dans chaque chaîne d'évaluation, nous pensons que les investisseurs institutionnels se basent sur les analyses de matrices stratégiques et sur leur heuristique pour proposer les hiérarchies des critères d'évaluation d'investissement utilisées par de nombreux acteurs des investisseurs institutionnels (veilleurs, analystes et gérants de portefeuilles). Chacun peut utiliser des techniques et des outils de l'intelligence économique différents dans chaque étape. Nous pensons que la technique de gestion de connaissance permet à toutes les étapes de s'enchaîner et de se synchroniser.

Pour renforcer le choix de prise de décision d'investissement, nous utilisons les techniques de gestion de l'imprévisible en se basant sur l'idée de gestion des risques imprévisibles proposée par Taleb et l'approche de force de situation (François Julien) ou de l'art de la guerre (Sun Tzu).

Pour illustrer l'utilité du système de renseignement financier, nous avons choisi la société par action Vinh Hoan comme entreprise cible pour investir, comme une étude de cas concret. Cette société travaille dans le secteur aquacole et elle est cotée en bourse Vietnamiennne depuis 2007. Néanmoins, à défaut de sources d'information concernant cette société au Vietnam, nous avons appliqué uniquement un cycle de renseignement pour l'étape d'investigation du système de renseignement dans notre étude de cas.

II. Limites

Certaines limites de notre travail sont identifiées sur les points suivants :

Nous avons fait le choix de concevoir un modèle de prise de décision en situation d'incertitude se basant sur l'état de connaissance de la réputation, l'approche de l'intelligence économique appliquée dans le domaine financier et celle des techniques de gestion d'imprévisible. Dans notre travail, l'approche de l'intelligence financière s'appuie sur la logique de cycle de renseignement, la méthode de processus de la prise de décision de Simon et/ou notamment l'intelligence collective (la sagesse de foule). Pour assurer l'efficacité du système de renseignement financier, les investisseurs institutionnels doivent s'assurer que tous les acteurs du système doivent proposer les idées indépendantes en se basant sur les informations diffusées par les parties prenantes de l'entreprise cible. Néanmoins, avec le développement de NTIC, les acteurs sont susceptibles d'imiter les idées d'autres personnes dans le même système. Ainsi, l'intelligence financière est aisément critiquée sur ce point lorsqu'elle est mise en œuvre au sein des investisseurs institutionnels.

Il faut dire que notre travail est interdisciplinaire. Tout travail interdisciplinaire est compliqué et nous oblige à maîtriser différentes théories et procéder à de nombreux passages entre les

concepts indispensables. Ce travail nous a demandé beaucoup de temps et d'effort. Malgré nos efforts, nous n'avons pas pu mettre en évidence certains passages théoriques dans notre travail. Ainsi, dans l'approche de l'intelligence financière, nous n'avons pas développé un cadre théorique permettant d'expliquer le rôle de l'intelligence collective dans le traitement de signaux faibles ainsi que la réduction des biais cognitifs ou des dissonances cognitives lors de processus d'investissement des investisseurs institutionnels.

L'intelligence financière continue à utiliser des données de l'entreprise cible du passé pour formuler les anticipations et les évaluations de l'évolution de la valeur dans l'avenir. Cela conduit les investisseurs institutionnels à mettre du temps pour exploiter les informations collectées ce qui les confrontent à un décalage temporel par rapport à la dynamique de la firme. Néanmoins, ce point faible peut être amélioré par notre approche de la gestion de l'imprévisible.

Dans cette dernière, nous avons choisi l'approche de l'analyse de données textuelles pour évaluer la polarité des textes. A l'heure actuelle, nous ne trouvons aucun logiciel Vietnamien permettant de traiter automatiquement les textes. Dans ce contexte, nous devons transformer les textes Vietnamiens en français à travers un outil de traduction automatique. Ensuite, les textes sont exploités à travers le logiciel de l'analyse de discours proposé par Boutin (2008). Cette approche nous conduit à nous confronter à certaines contraintes techniques. En premier lieu, la qualité de traduction automatique n'est pas toujours satisfaisante car il subsiste toujours des problèmes linguistiques. En deuxième lieu, le logiciel de l'analyse de discours ne peut pas détecter certaines interventions. Par exemple : un client donne son commentaire sur la qualité de service de l'entreprise cible « ça aurait été bien si elle livrait les marchandises plus vite ». Ce commentaire porte un sens négatif qui n'est que détecté par l'expert. Ces limites techniques peuvent être des points critiqués dans notre approche de la gestion de l'imprévisible.

Ce travail construit à partir d'interviews de gérants de portefeuilles Vietnamiens est a priori limité par le nombre des entretiens. (Nous en avons parlé dans la partie de la validité internet externe – chapitre 4 – la validité interne et externe). Toutefois, l'objectif de notre recherche est de proposer un modèle de prise de décision en situation d'incertitude. Les entretiens nous ont aidé à comprendre la perception du concept de la réputation et son impact sur la prise de décision des investisseurs institutionnels à travers leurs expériences ainsi que leurs méthodes de prise de décision dans le contexte économique Vietnamien. Pendant la réalisation de notre enquête, nous avons rencontré certaines difficultés. En premier lieu, l'éloignement de notre terrain d'étude a rendu difficile la réalisation du travail de terrain. En deuxième lieu, le fait que nous travaillons sur un sujet sensible rend difficile l'obtention d'informations de la part des gérants de portefeuilles. Pour surmonter ces difficultés, nous avons dû établir et maintenir une longue relation avec les gérants de portefeuilles.

En outre, nous avons observé aussi un déficit d'information pour les investisseurs vietnamiens. Au Vietnam, les données ouvertes sont peu nombreuses ce qui rend notre modèle difficile à mettre en œuvre dans sa globalité.

Il faut souligner aussi que l'approche que nous proposons se situe en rupture par rapport à une approche classique qui repose sur les chiffres, les statistiques, des nombres. Ces chiffres s'appuient sur des données futures estimées parfois fausses, difficiles à prévoir mais la puissance de ces analyses se situe dans l'appareillage mathématique qui est mobilisé. Les gens ont confiance dans les chiffres. Notre approche plus qualitative fait donc peur. Nous proposons un changement et tout changement conduit à des résistances qui freinent la mise en œuvre. Nous avons ainsi observé que les investisseurs vietnamiens familiers des indicateurs financiers de l'approche classique sont très réticents à adopter une autre méthode.

III. Perspective :

Nous proposons certaines perspectives de recherche à l'issue de cette thèse :

Notre thèse a pour but de révéler la limite de l'approche des analystes financières et des prévisionnistes financières en situation d'incertitude et de proposer une méthode qualitative reposant sur la réputation pour caractériser la force de l'entreprise cible à des chocs. Le fait que cette méthode bute lorsqu'elle est confrontée au terrain ne remet pas en cause sa pertinence. Cela signifie qu'un autre travail de recherche serait nécessaire pour accompagner les décideurs et les financiers à cette nouvelle approche qui modifie radicalement les façons de penser, les méthodes, les outils actuels d'une profession.

La société Vietnamiennne est une société dans laquelle les investisseurs doivent s'appuyer sur les relations professionnelles et privées ou leurs réseaux pour collecter les informations nécessaires lors de l'évaluation d'une entreprise cible. Dans ce contexte, une information privilégiée peut les conduire à prendre la décision d'investissement sans tenir compte d'autres informations. De nombreuses dissonances cognitives pourraient apparaître au sein de leurs organismes. Cela explique également pourquoi le phénomène de "troupeau" apparaît souvent sur les marchés boursiers Vietnamiens. Pour résoudre ce problème, les investisseurs institutionnels peuvent mobiliser notre approche de l'intelligence financière et les techniques de gestion d'imprévisible. Néanmoins, ils peuvent se confronter à deux questions principales : l'intelligence collective est-elle pertinente dans la réduction de dissonance cognitive au sein du processus de prise de décision de la société de gestion de fonds Vietnamiennne ? Qu'apportent les méthodes de la gestion d'imprévisible dans le contexte Vietnamien pour la société de gestion de fonds ? Par conséquent, nous pouvons continuer la recherche avec des sujets plus concrets dans le cadre l'intelligence financière et les techniques de gestion d'imprévisible, avec une analyse sur le rôle de l'intelligence collective et la pertinence des techniques de gestion d'imprévisible dans la prise de décisions des investisseurs institutionnels Vietnamiens.

Bibliographie

- Aaker D.A., Jacobson R. (1994), "The Financial Information Content of Perceived Quality", *Journal of Marketing Research*, 31, 191-201, 1994
- Aggeri F., Pezet E., Abrassart C., Acquier A. (2005), « Organiser le développement durable », Vuibert, Paris, 278 p, 2005
- Aguilar F.J (1967)., "Scanning the business environment", Editions Mac Millan, New York, 1967.
- Amadiou, Paul, et Véronique Bessière. *Analyse de l'information financière diagnostic, évaluation, prévisions et risques*. Paris: Economica, 2010.
- Ansoff H.Igor (1974), « Implanting Strategic Management », Editions Free Press, 1974.
- Ansoff H.Igor (1975), Managing Strategic Surprise by Response to Weak Signals, *California Management Review*; Winter75, Vol. 18 Issue 2, p21, 1975
- Aulia, A. Farid.(2000) « *Intelligence économique (l'information stratégique au cœur de la décision de la Banque d'Indonésie)* ». Université d'Aix-Marseille, 2000.
- Banker, R. D., G. Potter et D. Srinivasan (2000), "An empirical investigation of an incentive plan that includes nonfinan », *The Accounting Review*, 75, 65-92, 2000
- Banz (1981), "The relationship between return and market value of common stocks", the *journal of financial economics*, volume 9, issue 1, March 1981, Pages 3 – 18.
- Baret P. (2006), « *L'évaluation contingente de la Performance Globale des Entreprises : Une méthode pour fonder un management socialement responsable ?* », 2ème journée de recherche du CEROS, pp. 1-24, 2006.
- Barnett, M.L, L.M. Jermier et B.A.Lafferty (2006), "Corporate Reputation : The definitional Landscape. *Corporate Reputation Review*, College of Business Administration, University of South Florida, 9(1), 2006
- Baumard. P (1991)., " Stratégie et surveillance des environnements concurrentiels", Editions Masson, Paris, 1991.
- Beau, Francis (1997). « *Renseignement et société de l'information* », Collection Perspectives stratégiques 9, Paris: Fondation pour les études de défense, 1997.
- Benartzi S., Kahneman D., Thaler R. H., (1999), « Optimism and overconfidence in asset allocation décisions », news.morningstar.com0news0MS0Commentary0990423comm-1.html.

Berle A.A., Means G.C. [1932], "The Modern Corporation and Private Property", Mac Millan. », 1932.

Berman, Karen, Joe Knight, et John Case (2006). "Financial intelligence: a manager's guide to knowing what the numbers really mean". Boston: Harvard Business School Press, 2006.

Bescos P., Dobler P., Mendoza C., Naulleau G. (1993), « Contrôle de gestion et management », Montchrestien, 2ème édition., 1993.

Besse, Jacques, Yves Lequin, et Jean-Claude Teston.(1976), « Le Choix des investissements. Techniques et pratique des affaires ». Paris: Publi-union, 1976.

Bessire D. (1999), « Définir la performance », Comptabilité-Contrôle-Audit, septembre, pp. 127-150., 1999.

Blanc Alquier, Anne-Marie, et Marie-Hélène Lagasse Tignol (2007). « Management de risques et intelligence économique: l'approche PRIMA ». L'intelligence économique. Paris: Economica, 2007.

Bloch, Alain. *L'Intelligence économique*. Paris: Economica, 1999.

Bodie Z, Kane A et Markus A (2005), « Investments » MC GRAW HILL IRWIN, 2005.

Bouquin H. (1986), « Le contrôle de gestion », Presses Universitaires de France, 1986

Bouquin H. (2004), « Le contrôle de gestion », Presses Universitaires de France, Collection Gestion, 6ème édition, Paris, 508 p, 2004.

Bourguignon A. (1995), « Peut-on définir la performance ? », Revue Française de Comptabilité, juillet- août, p. 61-66,1995

Bourguignon A. (2000), « Performance et contrôle de gestion », Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de gestion et Audit, Ed. Economica, pp. 931-941, 2000

Bournois, F. (2004). « Les états ne sont plus les acteurs clés de l'intelligence économique. Radiocopie des entreprises françaises. In Intelligence économique, quelles perspective? ». l'Harmattan, pp. 159- 178, 2004.

Bournois, F., & Romani, P.-J. (2000, septembre). « L'intelligence économique et stratégique dans les grandes entreprises françaises », Economica, 2000.

Boutin, Eric(2008). « La recherche d'information sur Internet au prisme de la théorie des facettes ». Université du Sud Toulon-Var, 2008.

Boutin, Eric, Pei Liu, et Lysiane Buisson (2008). « Veille d'image sur Internet : enjeux, méthodes, limites », Communication & Organisation, revues universitaires, 2008.
http://archivesic.ccsd.cnrs.fr/file/index/docid/827004/filename/17_veille-d-image-sur-internet-enjeux-methodes-limites.pdf.

Brulhart, Franck (2009). « Les 7 points clés du diagnostic stratégique avec la méthode des cas. Paris: Éditions d'organisation : Eyrolles : Centrale de cas et de médias pédagogiques, 2009.

Bulinge F (2002)., « *Pour une culture de l'information dans les petites et moyennes organisations : modèle incrémental d'intelligence économique* », Thèse de doctorat en Sciences de l'information et de la communication, Université de Toulon et du Var, 2002.

Bulinge.F (2008)., " Méthodes de management de l'information et des connaissances", La revue du Trésor - N° 8-9 - Août - Septembre 2008.

Bulinge, Franck, et Alain Chouet(2014). « *Maîtriser l'information stratégique: méthodes et techniques d'analyse* ». Louvain-la-Neuve; [Paris]: De Boeck ; ADBS, 2014.

Byrne, B. (2010), « Consumerology Report », Tiré de http://bensimonbyrnepress_room/2010#/press-release/two-thirds_of-canadians-say-corporate-reputation-significantly-impacts-their-brand-choice-study-shows., 2010

Cahen, Philippe, et Érik Gendre-Ruel(2010). «*Signaux faibles mode d'emploi: décaler [sic] les tendances, anticiper les ruptures* », Paris: Eyrolles-Éd. d'Organisation, 2010.

Campitelli, Guillermo; Gobet, Fernand (2010), “Herbert Simon's decision-making approach: Investigation of cognitive processes in experts”, Review of General Psychology, Vol 14(4), Dec 2010, 354-364.

Caramello, Frédéric(2008), «Renseignement humain: sécurité et management. Renseignement, histoire & géopolitique », Études. Panazol: Lavauzelle, 2008.

Carayon, B. (2003). « Intelligence économique, compétitivité et cohésion sociale, Rapport au premier ministre ». la documentation Française, 2003

Carpron & Quairel (2005), « *La responsabilité sociale d'entreprise* », Nouvelle édition- La découverte, 2005.

Carroll A. B. (1979), « A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance », Academy of Management Review, , vol. 4, n°4, pp. 497-505, 1979.

Carroll A. B. (1999), « Corporate Social Responsibility », Business & Society, vol. 38, n° 3, pp. 268-295, 1999

Charreaux G. (2001), « *L'approche économique-financière de l'investissement* », in G. Charreaux (éd.), Images de l'investissement : Au de là de l'évaluation financière, une lecture organisationnelle et stratégique, Vuibert, coll. FNEGE, 2001.

Charreaux, Gérard. « Le point sur la mesure de performance des entreprises ». Banque et Marchés 34 (1998): 46- 51.

Charreaux G. et Desbrières P. (1998), « Gouvernement des entreprises et création de valeur, Finance Contrôle Stratégie », Juin, à paraître, 1998.

Clarkson M. B. E. (1995), « A Stakeholder Framework for Analysing and Evaluating Corporate Social Performance », *Academy of Management Review*, vol. 20, pp. 42-56.

Coase.R.H (1937), “The Nature of the Firm”, *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. (Nov., 1937), pp. 386-405.

Cohen, Elie(2006). “*Analyse financière*”. Paris: Economica, 2006.

Cowie, R., Douglas-Cowie, E., Savvidou, S., McMahon, E., Sawey, M., Schröder, M. (2000), “‘FEELTRACE’: An instrument for recording perceived emotion in real time”. In: proceedings of the ISCA Workshop on Speech and Emotion, Northern Ireland (2000) 19–24, disponible en ligne : <http://www.dfki.de/~schroed/articles/cowieetal2000.pdf>,

Damodaran, Aswath(2012), “Investment philosophies: successful strategies and the investors who made them work”, 2nd ed. Wiley finance series. Hoboken, N.J: John Wiley & Son Inc, 2012.

DeBondt W. F. M. et R. H. Thaler, (1985), “ Does the Stock Market Overreact?”, *Journal of Finance*, v40(3), pp 793-805.

De Long, Shleifer, Summers et Waldmann (1990), “Noise Trader Risk in Financial Markets”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 4 (Aug., 1990), pp. 703-738

Dennette. D.C (1965), “Darwin’s Dangerous Idea : Evolution and the Meanings of Life”, Simon & Schuster, New York, 1965.

DHAOUI, Chedia (2008). « *LES CRITÈRES DE RÉUSSITE D’UN SYSTÈME D’INTELLIGENCE ÉCONOMIQUE POUR UN MEILLEUR PILOTAGE STRATÉGIQUE* ». Université Nancy 2, 2008.

Dhar, R., & Zhu, N. (2006), “Up Close and Personal: Investor Sophistication and the Disposition Effect”, *Management Science*, 52 (5), 726-740,2006.

Dohou, Angèle, et Nicolas Berland(2007). « Mesure de la performance globale des entreprises ». 28ème congrès de, 2007.
https://mozartconsulting.sharepoint.com/Documents/MESURE%20DE%20LA%20PERFORMANCE%20GLOBALE_iae_univ_poitiers.pdf.

Dorban M.(2000), « *Critique de l’information, contribution de la critique historique* », Louvain la Neuve, Academia Bruylant, 2000.

Dubigeon O. (2002), « Mettre en place le développement durable. Quels processus pour l’entreprise responsable ? », Paris : Editions Village Mondial, 319 p, 2002.

Dupré J. (2002), « Renseignement et entreprises, Intelligence économique, espionnage industriels et sécurité juridique », Lavauzelle, 2002.

- Duval R (1990)., « Pour une approche cognitive de l'argumentation », Annales de Didactique et de Sciences Cognitives, Strasbourg, IREM de Strasbourg, vol.3, 1990, pp.195-221.
- Eccles, R.G. (1999), « *Le manifeste de l'évaluation des performances* », in Les systèmes de mesure de la performance, Harvard Business Review, Éditions de l'Organisation, 2559 pages
- Erb, Claude B., Campbell R. Harvey, and Tadas E. Viskanta(1994). "Country risk and global equity selection." The Journal of Portfolio Management 21.2 (1995): 74-83.
- Fama (1965)., Behavior of stock market prices, Journal of Business, Vol. 38, 1965, pp. 34-105.
- Fama (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969 (May, 1970), pp. 383-417
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French. 1992."The cross – section of expected stock returns." Journal of Finance. 47:2, pp. 427–65.
- Favier L (1998)., « Recherche et application d'une méthodologie d'analyse de l'information pour l'intelligence économique », Thèse de doctorat en Sciences de l'information et de la communication, Université de Lyon2, 1998.
- Fernandez, A. (2000), « Les nouveaux tableaux de bord des décideurs », 2e édition, Éditions d'Organisation, Paris, 452 pages
- Finucane, Alhakami, Slovic et Johnson (2000), "The affect heuristic in judgements of risks and benefits", Journal of Behavioral Decision Making; Jan/Mar 2000; 13, 1; ABI/INFORM Global pg. 1
- Fischhoff, B., Slovic, P., & Lichtenstein, S. (1977), "Knowing with certainty: The appropriateness of extreme confidence". Journal of Experimental Psychology : Human Perception and Performance,3, 552-564
- Fombrun, C.J et M. Shanley (1990), "What's in a name ? Reputation building and corporate strategy". Academy of Management journal, 33, 233- 258.
- Foray D. (2000), « *L'économie de la connaissance* », Repères, La découverte, 125 Pages.
- Foray, Dominique(2009). *L' économie de la connaissance*. Nouv. éd. entièrement ref. et mise à jour. Repères Economie 302. Paris: La Découverte, 2009.
- Freeman R. E. (1984), « Strategic Management : A Stakeholder Approach », Pitman, Boston., s. d.
- French, Kenneth R(1980). "Stock returns and the weekend effect." Journal of financial economics 8.1 (1980): 55-69.

Garibaldi, Gérard(2001). *L'analyse stratégique: comment concevoir les choix stratégiques en situation concurrentielle*. Paris: Editions d'Organisation, 2001.

Germain C., Trébucq S. (2004), « La performance globale de l'entreprise et son pilotage : quelques réflexions », *Semaine sociale Lamy*, pp. 35-41, 2004.

Gilad, Benjamin(2004). *Early Warning: Using Competitive Intelligence to Anticipate Market Shifts, Control Risk, and Create Powerful Strategies*. New York: AMACOM, 2004.

Gilbert D (1991), "How Mental Systems Believe", dans *American Psychologist* 46, P. 107 – 119.

Gilbert. D (2006), "Stumbling on Happiness", Knopf, New York, 2006

Gillet, Philippe(2006). « *L'efficience des marchés financiers* ». Paris: Economica, 2006.

Gomes C.F., M.M. Yasin et J.V. Lisboa (2004), "An examination of manufacturing organizations' performance evaluation", *International Journal of Operations & Production Management*, 24 (5), 488-513, 2004.

Gomez P-Y. (1997), « Economie des conventions et sciences de gestion », in Simon Y. et Joffre P. (dir.), *Encyclopédie de gestion*, Economica, Paris, pp. 1060-1072.

Graham, Benjamin. *The intelligent investor: a book of practical counsel*. 4th rev. ed., with a new pref. and appendix. New York, N.Y: Harper & Row, 1985.

Graham, Benjamin, et David L. Dodd (1996) « Security Analysis ». Special reproduction of the 1934 first edition. London: McGraw-Hill, 1996.

Griffin et Tversky(1992). "The weighing of evidence and the determinants of confidence." *Cognitive psychology* 24.3 (1992): 411-435.

Grossman et Stiglitz (1980), "On the impossibility of Informationally Efficient Markets", *the American economic review*, (June., 1980), 393 – 408, 1980.

Hamdi, Badreddine, et Houda Elabidi (2009). « *L'Information Comptable En Juste Valeur: Quelle Utilite Pour Les Investisseurs?* » In *La place de la dimension européenne dans la Comptabilité Contrôle Audit*, CD - ROM, 2009. <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00459351/>.

Harbulot. C (1990), « *Techniques offensives et guerre économique* », la Bourdonnaye Edition., 1990.

Harvey (1991), "The World Price of Covariance Risk", *The Journal of Finance* , Vol. 46, No. 1. (Mar., 1991), pp. 111-157.

Hayek, Friedrich A. (1937). "Economics and knowledge." In Hayek 1948., s. d.

Herring J.P. (1999), "Psychology of Intelligence Analysis". Center for the Study of Intelligence, Central Intelligence Agency, Washington, DC, 1999.

Hoarau, Christian, et Robert Teller (2001). « Création de valeur et management de *l'entreprise* ». Paris: Vuibert, 2001.

Hockerts K. (2001), « Corporate Sustainability Management, Towards Controlling Corporate Ecological and Social Sustainability », in Proceedings of Greening of Industry Network Conference, January 21-24, Bangkok, 2001.

Jakobiak, François. « *L'intelligence économique: la comprendre, l'implanter, l'utiliser* ». Les Références. Paris: Editions d'Organisation, 2004.

———. « *L'intelligence économique: techniques & outils* ». Paris: Eyrolles-Éd. d'Organisation, 2009.

Jensen, M. (1968). "The performance of mutual funds in the period 1945-1964", Journal of finance, 389-416, 1968

Jensen.M (1978), "Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency", Journal of Financial Economics, Vol. 6, Nos. 2/3 (1978) 95-101

Jondeau, E (2001). « Le comportement mimétique sur les marchés de capitaux ». Bulletin de la Banque de France, n° 95 (2001): 85- 95.

Jullien, François (2002). « *Traité de l'efficacité* ». Paris: Librairie générale française, 2002.

Kahneman, D., & Tversky, A.(1974), "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases". Science, New Series, Vol. 185, No. 4157. (Sep. 27, 1974), pp. 1124-1131.

Kahneman.D et Tversky.A (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk », 1979.

Kahneman, D & Tversky, A. (1981)., "The framing of decisions and the psychology of choice". Science, 211, 453–458.

Kaplan, R.S. et D.P. Norton (1996), "The balanced Scorecard", Harvard Business School Press, 1996.

Kaplan, R.S. et D.P. Norton, (2001), "Transforming the balanced scorecard from performance measurement to strategic management: Part 1", Accounting horizons, 15, 87-104.

Kaplan R. S., Norton D. P. (2001), « Comment utiliser le tableau de bord prospectif ? Pour créer une organisation orientée stratégie », Éditions d'organisation, 2001.

Kennerley M., et A. Neely (2003), "Measuring performance in a changing business environment", *International Journal of Operations and Production Management*, 23 (2), 213-229, 2003.

Kotovsky, K., Hayes, J. R., & Simon, H. A. (1985). "Why are some problems hard? Evidence from Tower of Hanoi". *Cognitive Psychology*, 17, 248-294, 1985.

Laaradh, Kamel. « Les marchés des investisseurs institutionnels sont-ils efficaces: cas des fonds de pension et des unit trusts britanniques », laboratoire LEO, Université d'Orléans, 2006.
<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00009117/>.

Labelle F. (2006), « Les trois C de la performance sociétale organisationnelle : convention, compromis, cohérence », *Gestion*, vol. 31, n°2, pp. 75-82.

Larkin, J. (2003). "Strategic Reputation Risk Management". Palgrave MacMillan, Houndmills, Basingstoke, Hampshire, Royaume – Uni et New York, 2003.

Laurent. T. (Sd), « *La réputation de l'entreprise : Gestion d'une ressource intangible* source de la performance des entreprises », Communication, Doctorant en Sciences de Gestion
Programme Doctoral ESSEC-IAE Aix-en-Provence, CEROG, Université d'Aix-Marseille III, Clos Guiot, Boulevard des Camus, 13540 Puyricard, sd.

Lesca.H (2001)., « Veille stratégique : passage de la notion de signal faible à la notion de *signe d'alerte précoce* », Communication, ESA, CERAG - Université Pierre Mendès-France GRENOBLE 2, 2001.

Lesca, H. (2003), "*Veille stratégique : La méthode L.E.Scanning*", Editions EMS. 180 pgs, 2003.

Lesca, H.; Lesca, E. (1995) « Gestion de l'information, qualité de l'information et performances de l'entreprise », Paris: Litec.

Lesca, Humbert, et Nicolas Lesca(2011). « Les signaux faibles et la veille anticipative pour les décideurs: méthodes et applications ». Paris: Hermès science publications-Lavoisier, 2011.

Lesca, Nicolas, et Marie-Laurence Caron-Fasan(2006). « *Veille anticipative: une autre approche de l'intelligence économique* ». Management et informatique. Paris: Hermès sciences : Lavoisier, 2006.

Lintner, J. (1965). "The valuation of risky assets and the selection of risky investment in stock portfolios and capital budgets". *Review of economics and statistics*, 13-37.

Lo, A. (1999). "The Three P's of Total Risk Management". *Financial Analysts Journal* , 13-26. », 1999.

Löning H., Malleret V., Méric J., Pesqueux Y., Chiapello E., Michel D., Solé A. (2003), « *Le contrôle de gestion : organisation et mise en œuvre* », Dunod, 2ème édition, Paris,

277 p, 2003.

Loughran, T., et J.Ritter (1995), “The new issues Puzzle”, the journal of finance 50, 23-51, 1995.

Malkiel (1995), “Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991”, Journal of Finance, Volume 50, Issue 2 (Jun., 1995), 549-570.

Malkiel (2003), « The efficient Market Hypothesis and its Critics », Journal of Economic Perspectives, 17(1): 59-82, 2003.

Mandelbrot B (1963), “The variation of Certain Speculative Prices”, Journal of Business 36(4), p.394 – 419, 1963.

Mandelbrot B (1965), “Information Theory and psycholinguistic”, dans Wolman B. et Nagel E (éd.), Scientific Psychology: Principles and Approaches, Basic Books, New York, 1965.

Mandelbrot B (1975), “*Les objets fractals : forme, hasard et dimension*”, Flammarion, Paris, 1975

Mandelbrot B (1982), “The fractal Geometry of Nature”, W.H.Freeman and Company, New York. », 1982.

Mandelbrot B (1997a), « *Fractales, hasard et finance* », Flammarion, Paris, 1997.

Mandelbrot B (1997b), «Fractals and Scaling in Finance: Discontinuity, Concentration Risk, Springer – Verla, New York. », 1997.

Mandelbrot B. et Taleb N.N (2006), “A Focus on the Exceptions That Prove the Rule”, dans Mastering Uncertainty : Financi », 2006.

Marcelis - Warin & Teodoresco (2012)., "La réputation de entreprise : est-ce que votre actif le plus stratégique est en danger?", rapport Bourgogne, Le CIRANO, 2012.

Marciukaityte, D., S. H. Szewczyk, et R. Varma (2004). "Investor Overoptimism and Private Equity Placements." Journal of Financial Research (Forthcoming), 2004.

Markowitz (1952), “Portfolio Selection », The Journal of Finance , Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91.

Marteau G., Lesca H,(1986). “*Pourquoi surveiller l’environnement*”. Direction et Gestion, vol 2, p.12 – 22, 1986.

Martinet, Alain Charles(1988), « Diagnostic stratégique », Paris: Vuibert, 1988.

Martinet B., Ribault J.M, (1988), « La veille technologique, concurrentielle et commerciale », Les Editions d’Organisation, 1988.

- Martinet, Bruno, et Yves-Michel Marti(2001), « *L'intelligence économique: comment donner de la valeur concurrentielle à l'information* »,Paris: Les Editions d'organisation, 2001.
- Martre H (1994)., « Intelligence économique et stratégie des entreprises », Commissariat général du Plan, La Documentation Française, Paris, Février 1994.
- Medori D. et D. Steeple (2000), "A framework for auditing and enhancing performance measurement systems", International Journal of Operations and Production Management, 20 (5), 520-533, 2000
- Meier, Olivier, « Diagnostic stratégique: évaluer la *compétitivité de l'entreprise* ». Paris: Dunod, 2011.
- Métais, E. (1997), « *Intention Stratégique et Transformation de l'Environnement Concurrentiel – Enjeux d'une Conception de la Stratégie Centrée sur les Ressources de l'Entreprise* », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, IAE d'Aix-en-Provence, Université d'Aix-Marseille III.
- Meyer J.W., Rowan B. (1977), "Institutionalized Organizations : Formal Structures as Myth and Ceremony", American Journal of Sociology, 83, 340-363, 1977.
- Milgrom P., Roberts J. (1986), "Price and Advertising Signals of Product Quality", Journal of Political Economy, 94, 796-821, s. d.
- Miller, M. H. and Modigliani, F. (1961), "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", Journal of Business, 34, 411-33, 1961.
- Morin, E. (1999), « *l'intelligence de la complexité* », l'Harmattan, Paris, 1999.
- Morin J. (1985), "*L'Excellence technologique*", PubliUnion, pp.31-40-125-145, 1985
- Moscato, Gregory. « *Intelligence économique et modelisation financière : mise en oeuvre d'un outil pour les projets d'entreprises* ». UNIVERSITÉ PARIS-EST, 2010. (tel-00469189).
- Mullainathan, S. (2002). "A memory based model of bounded rationality". Quarterly Journal of Economics , 117 (3), 735-774.
- Newell, A., & Simon, H. A. (1972), "Human problem solving". Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, s. d.
- Olier, E. (2011)-"Goeconomy and Globalization". Pearson-FT- Prentice Hall, 2011.
- Oskamp. S (1965)., "Overconfidence in Case – Study Judgments", Journal of Consulting Psychology 29 (3), p. 261 – 265.
- Oury J.M (1983)., "*Economie politique de la vigilance*", Editions Calman-levy, Paris, 1983.

Pateyron E.A., «La veille stratégique», Éditions Economica, Paris, 1998, 2ème édition, Joffre P., & Simon Y., 1997, pp.3464-3475.

Persais E. (2006), « Comment rendre la RSE opérationnelle dans six grandes entreprises françaises ? », in Jean-Jacques Rosé (dir.), Responsabilité sociale de l'entreprise, De Boeck, 1ère édition, Bruxelles, pp. 215- 238.

Pesqueux Y. (2002), « Organisations : modèles et représentations », Presses Universitaires de France, collection Gestion, Paris, 397 p, 2002.

Pharoah, A (2003), “Corporate Reputation, the Boardroom Challenge. Corporate Governance”, 3(4), 46-51, 2003.

Philippe, D. et R. Durand (2009), « Communication environnementale et réputation de l'organisation », Revue française de Gestion, 194(4), 45 – 63, 2009.

Podolny J.M. (1993), “A Status-Based Model of Competition”, American Journal of Sociology, 98, 829-872, 1993.

Popper K.R (1971), “The Open Society and Its Enemies”, 5^e éd., Princeton University Press, Princeton, N.J, 1971.

Popper K.R (1992), “Conjectures and Refutations : The Growth of Scientific Knowledge, 5^e éd., Routledge, Londres, 1992.

Popper K.R (1994), “The Myth of the Framework”, Routledge, Londres, 1994.

Popper K.R (2002a), “The logic of Scientific Discovery, 15^e éd., Routledge, Londres. », 2002.

Popper K.R (2002b), “The Poverty of Historicism”, Routledge, Londres, 2002.

Porter M.E (1980)., « Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors », The free press, New York, 1980.

Porter M.E (1985)., “Competitive Advantage. Creating and Sustaining Superior Performance”, New York, Editions The Free Press, 1985.

Prot, B., & Lenoir, R. (1979), « L'information économique et sociale », La documentation française, 1979.

RAFFOURNIER B. & WALTON P.(1997) : « *l'Analyse financière internationale, in Comptabilité internationale* », Vuibert Ed., Paris, pp527-551, 1997.

Rao H. (1994), “The Social Construction of Reputation : Certification Contests, Legitimation, and the Survival of Organizations in the American Automobile Industry : 1895-1912”, Strategic Management Journal, 15, 29-44, 1994

Reynaud E. (2003), « Développement durable et entreprise : vers une relation symbiotique », Journée AIMS, Atelier développement durable, ESSCA Angers, pp. 1-15, 2003.

Roll (1977) “A Critique of the Asset Pricing Theory’s Tests’, journal of financial economics 4 (1977), 129 – 176 », 1977

Rothberg,H and Erickson, S. (2005)– “From Knowledge to Intelligence; Creating Competitive Advantage in the Next Economy”, Butterworth – Heineman/ Elsevier, 2005.

Saaty, Thomas L. « Decision making with the analytic hierarchy process ». International journal of services sciences 1, n° 1 (2008): 83- 98.

Said, A.A., H.R. HassabElnaby et B. Wier (2003), “An empirical investigation of the performance consequences of non-financial measures”, Journal of Management Accounting Research, 15, 193-223.

Samuelson.P (1965),“Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly”, Industrial Management Review, Spring 1965

Schumpeter.J (1942), « Capitalisme, socialisme et démocratie : La doctrine marxiste; le capitalisme peut-il survivre ? Le socialisme peut-il fonctionner ? Socialisme et démocratie », Université du Québec à Chicoutimi, 1942

Sharpe, W. (1964),“Capital asset prices: A theory of market equilibrium”,Journal of finance, 1964.

Shiller, Robert J. and John Pound, (1989), “Survey evidence on diffusion of interest and information among investors”, Journal of Economic Behavior 12, 47-66, 1989

Shim, Jae, K. and Siegel Joel, G. (2010), “Financial Management”, Mc Graw Hill, 2010

Shleifer, A., & Vishny, R. (1997).” The limits of arbitrage. Journal of finance”, 35-55, 1997.

Shleifer et Summer (1990) “The noise trader approach to finance », Journal of Economic Perspectives - Volume 4, Number 2, 1990.

Sidhom, Sahbi, et Philippe Lambert (2011). « Information Design for“ Weak Signal” detection and processing in Economic Intelligence: A case study on Health resources ». (JISIB) Journal of Intelligence Studies in Business 1 (2011) 40-48 1, n° 1 (2011): 40- 48.

Simon, H. A. (1955), “A behavioral model of rational choice”, Quarterly Journal of Economics, 59, 99–118, 1955.

Simon, H. A., & Gobet, F. (2000). “Expertise effects in memory recall: Comments on Vicente and Wang (1998)”. Psychological Review, 107, 593-600, 2000.

Slovic. P (1987), “Perception of Risk” dans Science 236, p.280 – 285, 1987.

- Slovic.P (éd.) (2001), “The Perception of Risk”, Earthscan, Londres, 2001.
- Soltani, Abderman(2012). « *Pratique de l'asset management* ». Paris: Eyrolles, 2012.
- Srivastava et R.K., T.H.McInish, R.A. Wood et A.J. Capraro (1997). “Part IV : How do Reputation Affect Corporate Performance ? The Value of Coporate Reputation : Evidence from the Equity Markets”, Coporate Reputation Review, 1, 61-68, 1997.
- Spieser. P (2000), « Information économique et marchés financiers », sd.
- Stephany D. (2003), « *Développement durable et performance de l'entreprise, Bâtir l'entreprise DD* », Editions Liaisons, Paris, 266 p, 2003.
- Sun, Zi, Samuel B Griffith, Basil Henry Liddell Hart, et Françis Wang (1987), « *L'art de la guerre* ». [Paris]: Flammarion, 1987.
- Supizet J. (2002), « Total Balanced Scorecard, un pilotage aux instruments », l'Informatique Professionnelle n° 209, pp. 15-20, 2002.
- Surowiecki, James, « La sagesse des foules », Paris: JC Lattès, 2008.
- Taleb, Nassim, « *Le cygne noir: la puissance de l'imprévisible* », Paris: Les Belles lettres, 2008.
- Teece D.J., Pisano G., Shuen A. (1997), “Dynamic Capabilities and Strategic Management”, Strategic Management Journal,18, 509-533, 1997.
- Tetlock Ph.E (1999),“Theory – Driven Reasoning About Plausible Past and Probable Futures in World Politics : Are We Prisoners of our Preconceptions ?”, American Journal of Political Science 43 (2), p.199 – 214, 1999.
- Thietart R.A. (1990), “*La strategie d'entreprise*” , Editions Mac Graw Hill, 1984, 2eme edition, 1990.
- Trépos, J.-Y., (1992b), « Sociologie de la compétence professionnelle », Nancy, Presses universitaires de Nancy. 1992.
- Veblen T. (1953), “The Theory of the Leisure Class : An Economic Study of Institutions”, NewYork, New American Library, 1953.
- Weber M. (1992), « Histoire Economique », éd. Gallimard., 1992.
- Wetzer. C (2009)., « *La finance comportementale d'une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers* », mémoire du Master II DJCE Juriste d'Affaires, Université PARIS II PANTHEON ASSAS, 2009
- Whissell, C. M. (1989). “The dictionary of affect and language”. In Plutchik, R.and Kellerman, H., editors, Emotion: Theory, Research, and Experience. volume 4: The measurement of emotions, pages 113-131. Academic Press,New-York, 1999

Wilensky Harold L (1967). "Organizational Intelligence : Knowledge and Policy in Government and Industry", New York : Basic Books, 1967.

Williamson (1988), "Corporate Finance and Corporate Governance", the journal of finance, Volume 43, Issue 3 July 1988, Pages 567–591, 1988

Wood D.A. (1991) « Corporate Social Performance Revisited », Academy of Management Review, vol. 16, n° 4, pp. 691-718, 1991.

Site- webs :

« 7 fonctionnalités indispensables d'une plateforme de veille pour les RP - Augure ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.augure.com/fr/blog/7-fonctionnalites-indispensables-dune-plateforme-de-veille-pour-les-rp-20120801>.

« 50 Top Tools for Social Media Monitoring, Analytics, and Management | Social Media Today ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.socialmediatoday.com/content/50-top-tools-social-media-monitoring-analytics-and-management>.

« Agences de notation : les dégats causés par des grilles d'évaluation défaillantes mais inébranlables | Atlantico.fr ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.atlantico.fr/decryptage/agences-notation-degats-causes-grilles-evaluation-defaillantes-mais-inebranlables-barbara-cassin-mille-et-nuit-fayard-derriere-1685484.html>.

« Bounded Rationality and Decision Making in Organizations - Video & Lesson Transcript | Study.com ». Consulté le 20 mai 2015. <http://study.com/academy/lesson/bounded-rationality-and-decision-making-in-organizations.html#lesson>.

« Corporate Reputation :: Why a good corporate reputation is important to your organization ». Consulté le 20 mai 2015. http://www.cuttingedgepr.com/articles/corprep_important.asp.

« Data Mining: Text Mining, Visualization and Social Media ». Consulté le 20 mai 2015. <http://datamining.typepad.com/>.

« Đề tài Quản lý rủi ro trong hoạt động đầu tư chứng khoán tại Công ty Tài chính Dầu khí - Luận văn, đồ án, đề tài tốt nghiệp ». Consulté le 20 mai 2015. <http://luanvan.co/luan-van/de-tai-quan-ly-rui-ro-trong-hoat-dong-dau-tu-chung-khoan-tai-cong-ty-tai-chinh-dau-khi-25493/>.

« Financial and Business Search Engines | SEW ». Consulté le 20 mai 2015. <http://searchenginewatch.com/sew/news/2049166/financial-business-search-engines>.

« Financial intelligence (business) - Wikipedia, the free encyclopedia ». Consulté le 20

mai 2015. [http://en.wikipedia.org/wiki/Financial_intelligence_\(business\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Financial_intelligence_(business)).

Graziani, Michelle. « La réputation de la grande entreprise est-elle un actif spécifique ? - CREG ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.creg.ac-versailles.fr/spip.php?article732>.

« Hedge Funds - Kênh huy động vốn tiềm năng cho các doanh nghiệp Việt Nam - Saga.vn ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.baomoi.com/Hedge-Funds--Kenh-huy-dong-von-tiem-nang-cho-cac-doanh-nghiep-Viet-Nam/45/3146757.epi>.

« Il faut tuer le cycle du renseignement – 5ème partie | Rapports minoritaires ». Consulté le 6 juin 2015. <http://rapports-minoritaires.net/2011/12/13/tuer-le-cycle-du-renseignement-5/>.

« Indicateurs performance | Sécurité informatique | In Fidem | Montréal ». Consulté le 20 mai 2015. <https://www.infidem.biz/services/mesure-de-la-performance/definition-et-mise-en-place-de-tableaux-de-bord-et-indicateurs-de-gestion/>.

« InfoSphère : 7. Évaluer la qualité des sources ». Consulté le 20 mai 2015. https://www.bibliotheques.uqam.ca/InfoSphere/sciences_humaines/module7/evaluer1.html.

« Investissement socialement responsable — Wikipédia ». Consulté le 20 mai 2015. http://fr.wikipedia.org/wiki/Investissement_socialement_responsable.

« Kinh tế tri thức ở Việt Nam? Kinh-te-tri-thuc-o-Viet-Nam ». Consulté le 20 mai 2015. <http://huc.edu.vn/chi-tiet/2302/.html>.

« La décision – Le processus de décision | SURFECO21 ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.surfeco21.com/?p=1521>.

« “ Làn sóng” quỹ đầu tư lũng đoạn thị trường? - Chung khoan ». Consulté le 20 mai 2015. <http://vietbao.vn/Kinh-te/Lan-song-quy-dau-tu-lung-doan-thi-truong/55154701/91/>.

« Le concept de vigilance Une réponse au dilemme entre rapidité et fiabilité des projets - Cairn.info ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2005-3-page-105.htm>.

« Le diagnostic interne – Analyse des ressources de l'entreprise | SURFECO21 ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.surfeco21.com/?p=1587>.

« Les Echos - Les matrices stratégiques au cœur des décisions - Archives ». Consulté le 20 mai 2015. http://archives.lesechos.fr/archives/cercle/2012/07/20/cercle_50831.htm.

« Les théories des bulles spéculatives - Thème III - Les théories explicatives de l'instabilité financière - session5_TPM09.pdf ». Consulté le 22 octobre 2015. http://boucher.univ.free.fr/publis/expos%C3%A9s_TPM_009/session5_TPM09.pdf.

« L'importance de la veille informationnelle dans le monde des affaires | InnovEnjeu | Business & Tech en Afrique ». Consulté le 20 mai 2015. <https://innovenjeu.wordpress.com/2012/02/20/limportance-de-la-veille-informationnelle-dans-le-monde-des-affaires/>.

« Luận văn Tìm hiểu hoạt động các quỹ đầu tư tại Việt Nam: Thực trạng và giải pháp - Tài liệu, ebook, giáo trình ». Consulté le 20 mai 2015. <http://doc.edu.vn/tai-lieu/luan-van-tim-hieu-hoat-dong-cac-quy-dau-tu-tai-viet-nam-thuc-trang-va-giai-phap-17292/>.

« Méthodes patrimoniales - APCE, agence pour la création d'entreprises, création d'entreprise, créer sa société, l'auto-entrepreneur, autoentrepreneur, auto-entrepreneur, auto entrepreneur, l'autoentrepreneur, reprendre une entreprise, aides à la création d'entreprise ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.apce.com/pid10814/methodes-patrimoniales.html>.

« Ne pas confondre image et réputation - Stratégies ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.strategies.fr/blogs-opinions/idees-tribunes/157146W/ne-pas-confondre-image-et-reputation.html>.

« Nhandan newspaper - Vietnamese version - Nhận thức đúng đắn về kinh tế nhà nước và doanh nghiệp nhà nước ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.nhandan.com.vn/chinhtri/binh-luan-phe-phan/item/21778602-nhan-thuc-dung-dan-ve-kinh-te-nha-nuoc-va-doanh-nghiep-nha-nuoc.html>.

« Qu'est ce qu'un Bookmaker ? | Premier Pari Sportif ». Consulté le 16 juin 2015. <http://www.premierpari.com/bookmaker/guide-bookmaker/>.

« Réputation, identité, image : parle t-on de la même chose ? | Alerti ». Consulté le 20 mai 2015. <http://blog.alerti.com/fr/2013/04/reputation-identite-image-parle-t-on-de-la-meme-chose/>.

« Réputation, image de marque et notoriété : quelles significations ? - CaddE-Réputation ». Consulté le 20 mai 2015. <http://caddereputation.over-blog.com/article-36423098.html>.

« Reputation Resilience: The Missing Element In The BC/DR Toolkit ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.continuityinsights.com/articles/2013/04/reputation-resilience-missing-element-bc-dr-toolkit>.

« Sentiment analysis - Wikipedia, the free encyclopedia ». Consulté le 20 mai 2015. http://en.wikipedia.org/wiki/Sentiment_analysis.

« SYSTÈMES INFORMATIQUES - Systèmes d'aide à la décision, Architecture générale d'un entrepôt de données - Encyclopædia Universalis ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.universalis.fr/encyclopedie/systemes-informatiques-systemes-d-aide-a-la-decision/1-architecture-generale-d-un-entrepot-de-donnees/#>.

« Thế nào là trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp? - Doanh nhân - VnEconomy ». Consulté le 20 mai 2015. <http://vneconomy.vn/doanh-nhan/the-nao-la-trach-nhiem-xa-hoi-cua-doanh-nghiep-20131010091812395.htm>.

« Thị trường chứng khoán ngồn ngàng những cảnh báo | Vietnamese ». Consulté le 20 mai

2015. <http://beforeitsnews.com/vietnamese/2013/09/thi-truong-chung-khoan-ngon-ngang-nhung-canh-bao-54038.html>.

« Thực trạng trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp - Sẵn sàng ứng phó với thiên tai ». Consulté le 20 mai 2015. <http://ungphothientai.com/thuc-trang-trach-nhiem-xa-hoi-cua-doanh-nghiep/>.

« Tiểu luận Trách nhiệm xã hội trong kinh doanh - Luận văn, đồ án, đề tài tốt nghiệp ». Consulté le 20 mai 2015. <http://luanvan.net.vn/luan-van/tieu-luan-trach-nhiem-xa-hoi-trong-kinh-doanh-60649/>.

« Từ điển tài chính - kinh tế - ngân hàng | UB - Cộng đồng Ngân hàng và Nguồn nhân lực ». Consulté le 20 mai 2015. <http://ub.com.vn/threads/tu-dien-tai-chinh-kinh-te-ngan-hang.736/>.

« Typologie des sources d'information - L'information primaire et l'information secondaire - Éditions Weka ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.weka.fr/collectivites-territoriales/base-documentaire/msi-information-documentation-wk230/typologie-des-sources-d-information-sl7040372/l-information-primaire-et-l-information-secondaire-sl7040374.html>.

« Văn hóa doanh nghiệp: Dưới góc nhìn từ trách nhiệm xã hội - Petrolimex - Xăng dầu, giá dầu, bán lẻ xăng dầu ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.petrolimex.com.vn/nd/bao-chi-viet-ve-petrolimex-va-xang-dau/van-hoa-doanh-nghiep-duoi-goc-nhin-tu-trach-nhiem-xa-hoi/default.aspx>.

« VASIC :: Equipe LESCA/CERAG/UPMF Grenoble ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.veille-strategique.org/pages/3-creation-de-sens.html>.

« Vers l'intelligence collective des équipes de travail : une étude de cas - Cairn.info ». Consulté le 20 mai 2015. <http://www.cairn.info/revue-management-et-avenir-2007-4-page-41.htm>.

« What is opinion mining (sentiment mining)? - Definition from WhatIs.com ». Consulté le 20 mai 2015. <http://searchbusinessanalytics.techtarget.com/definition/opinion-mining-sentiment-mining>.

Table de Figure

Figure 1 : Démarche d'investigation	27
Figure 2 : Emission des titres	36
Figure 3 : les marchés organisés ou réglementés et les marchés de gré à gré.....	37
Figure 4 : Les Assets Managers et les marchés financiers	72
Figure 5 : Les acteurs d'un processus opérationnel d'investissement.....	77
Figure 6: Résumé des différentes contraintes des gestionnaires de portefeuille.....	87
Figure 7 :Hiérarchie des systèmes d'intelligence	102
Figure 8 : Le losange d'intelligence (Intelligence Diamond)	104
Figure 9 : Information, rumeur et connaissance	105
Figure 10 : Emphase stratégique et objectifs d'intelligence économique.....	106
Figure 11 : Collecte de données, connaissance et intelligence	107
Figure 12 : Le cycle de l'intelligence.....	107
Figure 13 : Méthodologie de l'intelligence stratégique.....	108
Figure 14 : Impact des menaces et des opportunités, H.I. Ansoff (1975).....	119
Figure 15 : Le processus de surveillance de l'environnement, R.A. Thietart (1984)	127
Figure 16 : Les cinq forces qui commandent la concurrence au sein d'un secteur selon M.E. Porter et les quatre types de veille associés, B. Martinet & J.M. Ribault (1989).....	128
Figure 17: L'évolution de la Surveillance opérationnelle à l'Intelligence inspirée de la figure de C. Cohen (2003).....	132
Figure 18 : flux d'informations et contrôle d'entreprise :.....	197
Figure 19 : Cycle de renseignement.....	199
Figure 20 : Analogies entre les opérations de veille stratégique et du cycle de renseignement (d'après François Jakobiak).....	201
Figure 21 : Le cycle du renseignement (d'après Faivre, 1991).....	202
Figure 22 : Les composantes de la RSE (source Mercier, 2004 ; Carroll, 1991)	214
Figure 23 : la chaîne de valeur (M. Porter).....	235
Figure 24 : Les déterminants de la réputation de la GE.....	238
Figure 25 : le cercle des émotions d'après Cowie et al. (2000)	283
Figure 26 : Elément constitutive de l'indicateur marketing (Bulinge, 2012).....	304
Figure 27 : l'écosystème informationnel.....	307
Figure 28 : Sources d'informations événementielles (Bulingue, 2012).....	308
Figure 29 : Les réseaux de l'intelligence économique.....	312
Figure 30 : Modèle conceptuel de la création collective de sens (Lesca, 2011).....	316
Figure 31 : Figure Trois niveaux d'analyse (Bulinge)	322
Figure 32 : Caractéristique des indicateurs.....	332
Figure 33 : Plan de synthèse, Jakobiak, 2011	338
Figure 34 : Schéma de raisonnement organisé en deux chaînes.....	342
Figure 35 : Figure Principes généraux de la création de valeur (O.Meier, 2005).....	377
Figure 36 : Intelligence collective dans l'évaluation des risques concernant la réputation de l'entreprise	383
Figure 37 : Eléments de la valeur de l'entreprise (en milliards de dollars américains)	386
Figure 38 : Matrice d'évaluation de risque concernant la valeur de l'entreprise dans un domaine d'activité	387

<i>Figure 39 : Flux d'information et contrôle d'entreprise : la diversité des demandeurs d'informations (d'après Elie Cohen).....</i>	<i>419</i>
<i>Figure 40 : Système de renseignement d'intelligence financière.....</i>	<i>459</i>
<i>Figure 41 : Cycle de renseignement pour l'investigation.....</i>	<i>464</i>
<i>Figure 42 : Nature de l'information, François Jakobiak, 2009</i>	<i>495</i>
<i>Figure 43 : Les 10 meilleurs exportateurs de pangasius Vietnamiens pendant le premeir semestre de l'année 2015.....</i>	<i>516</i>
<i>Figure 44 : Bâtir un plan de diffusion (adopté de Jakobiak, 2011)</i>	<i>519</i>
<i>Figure 45 : Cycle de renseignement pour la conception.....</i>	<i>521</i>
<i>Figure 46 : Processus de fiabilisation d'un signal faible</i>	<i>524</i>
<i>Figure 47 : Principales étapes de la sélection d'un signal faible (d'après de Lesca).....</i>	<i>527</i>
<i>Figure 48 : Tableau des brèves.....</i>	<i>529</i>
<i>Figure 49 : Fiche de captage d'information</i>	<i>530</i>
<i>Figure 50 : Tableau spatial amont – aval (d'après Lesca)</i>	<i>531</i>
<i>Figure 51 : Lien de confirmation/confrontation pour remédier à la fragmentation des signaux faibles</i>	<i>532</i>
<i>Figure 52: Lien de contradiction pour remédier à la fragmentation des signaux faibles</i>	<i>533</i>
<i>Figure 53 : Répulseurs en France</i>	<i>535</i>
<i>Figure 54 : Attracteurs de l'étranger</i>	<i>537</i>
<i>Figure 55 : Les étapes de la détection automatique de la formation des bulles spéculatives</i>	<i>542</i>
<i>Figure 56 : Cycle de renseignement pour la décision.....</i>	<i>544</i>
<i>Figure 57 : Fiche synthèse – action (Jakobiak, 2009).</i>	<i>546</i>
Figure 58 : La hiérarchie de la décision dans l'évaluation d'une entreprise cible.....	549
<i>Figure 59: le modèle de l'analyse multicritère hiérarchique dans le processus de décision</i>	<i>551</i>

Tableaux

Tableau 1 : les articulations de notre recherche.....	31
Tableau 2 : Classification des sources d'information	94
Tableau 3 : Actif net comptable.....	148
Tableau 4 : Actif net corrigé.....	150
Tableau 5 : Les avantages et les limites de l'analyse patrimoniale	152
Tableau 6 : Théorie de l'agence : maximisation du profit et maximisation du patrimoine des actionnaires – Critères comparatifs.	166
Tableau 7 : Extrait d'un tableau type PESTEL pour l'analyse des données macro-environnementales.	292
Tableau 8 : Processus de l'Intelligence financière et les acteurs	298
Tableau 9 : Typologie de l'information (Bulinge, 2002a)	306
Tableau 10 : Tableau de recherche des mots caractéristiques du domaine exploré. (Lesca, 2011).	334
Tableau 11 : Parallèle entre la méthode CCTA et PRIMA.....	356
Tableau 12 : Processus de réponse à appel d'offre d'investissement (adopté par Blanc Alquier et Lagasse Tignol).....	370
Tableau 13 : Évaluation des risques concernant la réputation de l'entreprise	414
Tableau 14 : Sources d'informations disponibles sur internet au Vietnam.....	427
Tableau 15 : Listes des locuteurs	431
Tableau 16 : Le codage et la catégorisation des entretiens	436
Tableau 17 : Analyse de PESTEL	467
Tableau 18 : Facteur clés de succès (résumé d'après O.Meier, 2011) Typologie des systèmes concurrentiels (d'après la BCG) &Facteur clés de succès	474
Tableau 19 : La détermination de la RSE selon les acteurs, O.Meier, 2011	479
Tableau 20 : Liste des questions pour diagnostic commercial de l'entreprise.....	492
Tableau 21 : Grille d'évaluation des sources d'informations	499
Tableau 22 : Grille d'analyse d'information, adoptée par Jakobiak, 2009.....	501
Tableau 23 : Historique de la société par action VINH HOAN	506
Tableau 24 : chiffres clés consolidés de VINH HOAN.....	508
Tableau 25 : Répartition du chiffre d'affaires par activités de Vinh Hoan en 2014	508
Tableau 26 : La hiérarchie des sous objectifs.....	511
Tableau 27 : La hiérarchie des critères d'évaluations	512
Tableau 28 : Grille d'évaluation de la source d'information « tri thuc tre ».....	517
Tableau 29 : Grille d'évaluation de l'information concernant VINH HOAN.....	518
Tableau 30 : Détection individuelle des signaux faibles.....	523
Tableau 31 : Le tableau de bord commercial.....	540
Tableau 32 : Grille de profilage des intervenants (adopté de Boutin, 2008) avec indication du nombre d'intervenant dans chaque case (adopté de Boutin, 2008)	557

Annexe

I. **Annexe 1 : Guide d'entretien semi-directif :**

Locuteurs : les gérants de portefeuilles Vietnamiens travaillent dans certaines sociétés de gestions de fonds et quelques sociétés de valeur mobilière.

Enquête sur la perception de l'intelligence financière et celle de réputation de l'entreprise cible dans la prise de décision des investisseurs institutionnels Vietnamiens.

Entretiens semi-directifs portant sur l'expérience professionnelle et personnelle des gérants de portefeuilles en termes de la prise de décision portant sur la réputation de l'entreprise cible en situation d'incertitude.

Ouverture :

1. *Pouvez-vous me parler de la structure de gestion du fonds d'investissement de votre société de gestion de fonds?*
2. *Avez-vous des contraintes ayant un impact sur les prises de décision d'investissement ? (temps, ressources humaines, argent)*
3. *Respectez- vous strictement les règlements ou les stratégies d'investissement?*
4. *Que pensez-vous de la transparence informationnelle des marchés financiers Vietnamiens ?*

Centrage :

5. *Pouvez-vous me présenter la méthode de prise de décisions d'investissement lors de l'évaluation d'une action de l'entreprise ?*
6. *Avez-vous pris en compte l'utilisation des éléments extra - financiers (image/réputation) de l'entreprise cible lors de votre processus d'investissement ?*
7. *Avez- vous une méthode de gestion de risques imprévisibles ? Comment faites-vous ?*

Approfondissement :

8. *Quelles sources d'informations choisissez-vous sur l'entreprise?*
9. *Quelles sont les matrices d'analyse stratégiques que vous utilisez lors de l'évaluation de l'entreprise cible ?*
10. *Pourriez-vous me dire quelques informations macro-économiques auxquelles un gérant de portefeuilles s'intéresse dans un fonds d'investissement?*
11. *Comment hiérarchisez-vous vos critères d'évaluation (indicateurs financiers, indicateurs économiques, technologiques et ceux d'image/de réputation) ?*
12. *Comment hiérarchisez –vous les types d'informations comme les informations formelles, les informations informelles; les informations payantes; les informations gratuites; les informations primaires, secondaires?*

13. Comment hiérarchisez – vous les indicateurs dans l'analyse macroéconomique?
14. Selon vous, quels sont les facteurs qui exercent des impacts sur la psychologie de l'investisseur institutionnel du Vietnam?

Conclusion :

15. Comment vous trouvez le rôle de l'image/ la réputation des entreprises vietnamiennes pour prendre des décisions d'investissement ?

II. Annexe 2 : Corpus des entretiens semi-directifs.

Entretien 1: Pham Hoai Thanh - Loc Viet capital

Quelle est la structure de gestion du fonds d'investissement de votre société de gestion de fonds?

Le fonds d'investissement se base sur la demande de l'investisseur en vue de proposer des stratégies d'investissement et des fonds divers. Le fonds d'investissement est divisé en trois types principaux: fonds d'investissement à long terme, fonds d'investissement à mi-terme, fonds d'investissement à court terme. Lors de la gestion du fonds, l'investisseur et la société de gestion se mettent d'accord sur la proportion de division du profit et la proportion de baisse des pertes dans la société. Si le gérant du fonds n'assure pas le stop-loss¹⁸ conformément aux règlements, la société gestionnaire du fonds doit indemniser les pertes des investisseurs. La personne prenant cette décision doit payer la perte à la société de gestion de fonds. Donc, cette personne doit posséder 200-300 millions de dong dans le compte de la société. Cette somme est conservée dans le compte de la société de gestion de fonds. Cela permet aux gérants du fonds de ne pas donner des opinions personnelles lors de la prise de décision d'investissement. Ce principe de gestion d'investissement n'apporte pas de grand profit à la société mais assure la régulation, l'engagement stratégique d'investissement du fonds d'investissement.

Quelle méthode utilisez-vous pour évaluer l'entreprise cible ?

Actuellement, nous utilisons l'analyse technique en vue de définir l'évaluation de chaque titre dans notre portefeuille d'investissement. Pour ce faire, notre société est équipée d'un module, d'un serveur et d'un disque dur enregistrant les données du marché comme le total des ventes

¹⁸Le stop loss est un type d'ordres de bourse. Ce terme anglo-saxon est l'équivalent français de l'ordre de vente à seuil de déclenchement. Les stop loss sont très couramment utilisés en cas de gestion active du portefeuille et permettent de ne pas rester inactif même si l'on ne peut pas suivre le marché au quotidien.

et des achats pendant deux secondes. Cela nous permet d'avoir des signes afin de détecter les titres spéculés. Pourquoi devons- nous enregistrer les données pendant deux secondes ? Parce que nous n'avons pas de données statistiques du solde transactionnel à la fin de chaque séance de bourse. Bien que la collecte des données pendant 2 secondes rende les données lourdes, cela nous aide à voir clairement la spéculation de chaque titre Par exemple: Pour certains titres, après 2 secondes, le volume d'achat peut atteindre un grand nombre. A chaque 2 secondes, le volume d'achat augmente de quelques millions. Cela nous assure que la spéculation a lieu sans cesse. Afin de le détecter, nous avons fixé un seuil dans notre module. Donc, nous réalisons le rapport en vue de proposer le volume d'achat de 20% de la valeur totale du fonds. Nous appliquons cette stratégie au portefeuille d'investissement à court terme. Cependant, il faut également faire attention à la liquidité du marché ce qui est le plus important.

Outre la méthode mentionnée ci-dessus, avez- vous une autre méthode en vue d'évaluer la société dans le marché de bourse ?

Nous avons un fichier excel au service de la statistique d'information de 50 sociétés. Par exemple, pour réévaluer la société au présent, nous allons l'évaluer à long terme au cours d'un mois ou d'un an. Si la valeur de la société dépasse 20% par rapport à la valeur du marché actuel, nous allons envisager l'achat. Nous réalisons soigneusement le rapport d'évaluation car certaines sociétés comme la production du lait, ont le bien dans le processus de production actuelle. Cependant, un an plus tard, ce bien peut se transformer en chiffre d'affaires. Par exemple, Vinamilk achète un troupeau de vache. Ce troupeau est mentionné comme l'actif dans le bilan comptable. Cependant, il donnera du lait six mois plus tard et deviendra du chiffre d'affaires. Donc, il faut évaluer minutieusement la situation en-cours. Si cette dernière est inférieure à 6 mois, nous pouvons accepter de continuer à évaluer cette entreprise. Si la situation d'en-cours est supérieure à 1 an, nous devons abandonner l'évaluation de cette entreprise.

Comment trouvez-vous des informations sur les activités de l'entreprise?

Nous allons accéder à la publication des informations de l'entreprise cible. De plus, nous devons demander à la firme des informations détaillées de ses activités. Ces publications vont présenter des informations sur les projets de l'entreprise. En outre, nous allons revoir les activités pendant trois ou quatre ans de l'entreprise et puis, chercher des informations supplémentaires internet pour vérifier des informations trouvées auparavant. De plus, nous allons organiser des rencontres avec l'entreprise dans la condition permise.

Comment vous intéressez vous à la qualité des informations ?

Nous allons vérifier les nombreuses informations trouvées sur internet. Pour certaines entreprises, nous allons les visiter dans les conditions permises. Quant aux autres, nous ne

pouvons pas vérifier la qualité des informations. Par exemple: La société de fruits de mer de Minh Phu ou REE constituent les entreprises dont on ne peut pas vérifier les informations mais seulement se baser sur leurs rapports. Ces entreprises possèdent des activités spécifiques, peu publiées sur l'internet. En réalité, nous ne pouvons pas vérifier les informations concernant ces entreprises.

En général, notre processus d'investissement s'exerce sous forme d'entonnoir.

Est ce que votre analyse applique la méthode TOP – DOWN ? C'est à dire utilisez- vous la analyse macroéconomique, l'analyse méso-économique, et l'analyse de l'entreprise ?

Oui

Vous intéressez vous aux entreprises qui exercent dans le domaine de la technologie? À l'étranger, il apparaît que plusieurs entreprises de technologie subissent des influences de grande mutation des prix lors de l'impact d'une information.

Dans le domaine de la technologie, nous avons l'avantage d'avoir une filiale dans ce domaine. Notre filiale exerce dans la technologie de la communication, la fabrication de logiciel. Les informations concernant ce domaine sont bien présentes et collectées par nos filiales. Donc, nous ne nous préoccupons pas effectivement de ces informations.

En réalité, la technologie de l'information ne constitue pas un domaine bien attractif dans le marché boursier du Vietnam. Autrement dit, nous ne privilégions pas des actions à haute valeur. En fait, il existe des actions ayant une valeur de 100.000 VND tandis que d'autres sont seulement de 12.000 – 20.000 VND. En termes de psychologie, il est difficile d'attirer les investisseurs étrangers vis-à-vis des entreprises dont la valeur d'action est haute. En réalité, notre entreprise doit posséder ce type d'actions qui ont une bonne valeur de croissance. Cependant, nous n'allons pas analyser profondément ces entreprises.

De plus, les grandes entreprises ont des informations plus claires. Mais, nous n'avons pas beaucoup d'avantages en termes d'informations lors de l'évaluation de ce type d'entreprise.

Parmi 50 entreprises dans notre portefeuille d'investissement, nous nous intéresserons et ferons l'enquête sur moins des 20 meilleures entreprises

Nous proposons d'abord des stratégies d'investissement à long terme, pour que l'analyse d'investissement soit soigneusement réalisée. Comme la liquidité du marché boursier n'est pas bonne ces dernières années, nous nous concentrerons sur les entreprises qui apportent la sécurité. Nous ne nous penchons pas sur la recherche des informations des entreprises récemment publiées.

Quel pourcentage les titres de sécurité atteignent – ils dans votre fonds d'investissement ?

Actuellement, dans notre portefeuille d'investissement, le nombre d'actions réservé aux stratégies à long terme atteint 70% dont 30% de l'action représentent l'action de sécurité.

À partir des sources d'information collectées, comment vous y intéressez-vous ? Vous intéressez vous aux informations publiées dans le journal ?

Nous ne faisons pas attention aux informations dans le journal qui sont bien traitées avant la publication. Celles qui nous attirent constituent les informations contrôlées et promulguées par la Commission des opérations de bourse. En réalité, quelques rapports financiers sont manipulés. Cependant, nous sommes capables de reconnaître ces modifications. Nous, en qualité d'actionnaires, enverrons un courrier électronique à l'entreprise cible pour recevoir des documents financiers supplémentaires. Ensuite, nous allons utiliser la méthode d'analyse financière de l'entreprise en vue d'identifier les erreurs réelles de l'entreprise.

Avez- vous les indicateurs financiers issus des sources d'information ouvertes collectées ?

Nous avons plusieurs indicateurs financiers. En réalité, nous faisons souvent attention aux rapports financiers de l'entreprise cible, sa robustesse sur le marché financier. Comme nous l'avons dit ci-dessus, nous vérifions toujours les indicateurs par les techniques d'analyse financière. Donc, nous trouvons les indicateurs financiers à partir des rapports financiers.

Vous avez donc un ensemble d'indicateurs financiers évaluant l'attrait financier de l'entreprise cible?

Nous proposons un ensemble d'indicateurs en vue d'évaluer l'entreprise ces trois dernières années. Cet ensemble nous aide à trouver les entreprises potentielles à investir, particulièrement les entreprises ayant de natures périodiques. Par exemple: Bien que le marche fluctue, quelques entreprises possèdent également la nature périodique. Les indicateurs de croissance tels que ROA ou ROE nous permet de sélectionner les entreprises cibles qui répondent bien à nos critères. Après de passer le filtre de l'ensemble d'indicateurs financiers, nous allons comparer les indicateurs de l'entreprise cible à ceux d'autres potentielles. Nous avons deux ensembles des filtres d'indicateurs: d'une part, le filtre de l'ensemble d'indicateurs et d'autre part, le filtre de la croissance moyenne des indicateurs. Par exemple: On va évaluer la croissance moyenne ROA, ROE des entreprises pendant trois dernières années afin de prendre des décisions d'investissement. À notre avis, les entreprises ayant une bonne performance sont bien exprimées grâce à ces indicateurs.

Exercez-vous l'analyse méso-économique ? Avez-vous un ensemble d'indicateurs particulier en vue de l'analyse méso-économique ?

L'analyse méso-économique suit la nature de chaque domaine d'activité. Par exemple : dans l'industrie agro-alimentaire, il existe l'industrie des boissons, dont les opérations changent en fonction des saisons : hiver et été. L'analyse s'appuie sur la période du domaine d'activité stratégique et les caractéristiques de produits.

Cependant, la classification des domaines d'activité au Vietnam rencontre des difficultés car la capitalisation de certaines entreprises est trop grande par rapport aux autres. En outre, quelques entreprises utilisent trop de capitaux endettés au service des activités principales de l'entreprise. Donc, il est difficile, pour les analystes, de classer les domaines et identifier la situation du domaine. Pour y remédier, nous allons faire sortir l'entreprise ayant la grande

capitalisation de ce domaine et grouper des petites entreprises en vue de calculer la valeur moyenne de ce domaine d'activité. Puis, nous allons comparer cette dernière aux valeurs moyennes d'autres domaines d'activité pour trouver le domaine d'activité potentiel à investir. Si cette valeur moyenne est favorable, nous allons permettre aux entreprises ayant la grande capitalisation de réintégrer à ce domaine.

Réalisez-vous l'évaluation en fonction des indicateurs de matrice stratégiques ?

Nous disposons de ce type d'indicateurs mais nous ne nous les basons pas. Puisque nous ne comprenons pas bien ces indicateurs. L'analyse stratégique ne constitue pas notre point fort.

Comment vous trouvez le rôle de l'image/ la réputation des entreprises vietnamiennes pour prendre des décisions d'investissement ?

Selon nous, les entreprises vietnamiennes n'apprécient pas beaucoup le marketing et le rôle du marketing n'est pas utile. Au Vietnam, seules quelques entreprises réalisent efficacement le marketing. Par exemple: le producteur de la brique Prime Mousse réalise la publicité de sa marque. Cela permet de relever son image par rapport à son concurrent Viglacera. Dans ce cas, le marketing a son effet. Pourtant, la majorité des activités de marketing des entreprises vietnamiennes ne se développe pas et n'a aucune valeur en réalité. Nous ne trouvons pas l'efficacité de cette activité dans les entreprises.

Lors de l'évaluation d'une entreprise, nous avons une fiche particulier relative à la valeur des marques de l'entreprise cible. La valeur des marques de cette entreprise concerne le marketing et les services. En fait, je suis le responsable qui évalue la valeur des marques. Néanmoins, nous ne comprenons pas bien la valeur des marques car elle est toujours une notion floue pour nous.

Lors de l'évaluation de la banque PG, notre entreprise et une entreprise étrangère ont reçu leur dossier en même temps. Il faut noter que la banque PG comprend 80 branches au Vietnam. Nous appliquons la méthode d'analyse financière pour évaluer cette entreprise tandis que l'entreprise étrangère (Singapour) a donné 30 milliards de dongs à chaque branche. Puis, elle a acheté cette banque avec le prix de 2400 milliards de dongs. La raison d'échec de notre entreprise dans ce cas là est que nous n'avons pas proposé une méthode d'analyse correcte de la valeur de la marque de la banque PG dans les marchés. En plus, notre capacité financière est limitée. Et, l'entreprise étrangère a efficacement évalué l'image ou la réputation de la banque PG.

Entretien 2: Nguyen Huu Binh - VIETNAM Investment Securities Company

Votre société s'intéresse t- elle aux informations macroéconomiques? A quelles sources d'information vous intéressez vous lors de votre processus d'investissement ?

Au Vietnam, les informations macroéconomiques ne sont pas vendues. Nous cherchons ces informations grâce aux sources du département général des statistiques, de quelques ministères et domaines. Par exemple: Pour l'index du prix, on doit chercher les sources fournies par le département général des statistiques. En ce qui concerne les problèmes

financiers, nous devons chercher les sources au ministère des finances. Quant aux problèmes d'investissement, nous devons consulter les informations du Ministère de la Planification et de l'Investissement. Pour les problèmes concernant le taux d'échange, le taux d'intérêt, on doit accéder au réseau de la banque d'État. Actuellement, il n'existe aucun organisme qui fournit des informations macroéconomiques. Si l'entreprise possède ces informations, elle ne les vend pas.

Aujourd'hui, dans le marché du Vietnam, il existe quelques organisations qui vendent des données liées aux entreprises inscrites au marché boursier du Vietnam comme stox.vn; stockplus, vietstock, cophieu68. Ces unités gèrent sérieusement la qualité de l'information et propose des trousseaux d'information concernant les ensembles d'index d'évaluation financière de l'entreprise. De plus, nous utilisons aussi certaines sources gratuites comme stockbiz, cafef.

Pour les sources d'information payantes, faites-vous confiance à leur qualité ?

Les sujets qui fournissent ces produits proposent plusieurs options. Donc, nous nous intéressons à leur manière d'introduction de l'information. Nous observons s'il introduit exactement l'information d'entrée. Par exemple: avec 800 codes d'action, nous achetons leurs données. Nous allons introduire les données brutes pour nous. Puis, nous devons calculer nous-mêmes les indicateurs financiers tels que ROA, ROE et, on nous fournit le traitement de données. Cette option a une haute valeur.

En général, nous devons faire seulement attention à l'introduction des données.

Généralement, il existe deux étapes d'introduction des données.

Étape 1: Introduction des données brutes

Étape 2: Introduction des données traitées

Notre entreprise ne veut pas développer l'équipe d'analyse, donc, nous achetons l'option de données traitées. Cela nous aide à ne pas établir une équipe d'analyse et à économiser nos efforts.

Dans l'analyse macroéconomique, à quels indicateurs vous intéressez vous et comment classifiez vous ces indicateurs?

Au Vietnam, nous nous intéressons au PIB, à l'inflation, au taux d'échange, à la force de l'argent, à l'index industriel, l'index de l'inventaire, de confiance des affaires, à la balance commerciale, à l'opération de change. Ces indicateurs affectent souvent le prix des titres au Vietnam. En plus, nous faisons attention également à la politique monétaire, à la politique budgétaire.

Nous utilisons plus l'analyse TOP-DOWN. Nous trouvons que l'impact des éléments macroéconomiques sur le prix des actions augmente ces deux ou trois dernières années.

Utilisez-vous les informations publiées dans les articles journaliers ou par les organisations étrangères?

Bien sur. Pourtant, nous devons également observer la qualité de ces sources d'information et leur capacité d'utilisation. Par exemple, HSBC fournit des évaluations gratuites. Celles-ci ne peuvent pas être comparables aux celles payantes. Une organisation a vendu ses évaluations au prix de 1500 USD. Les organisations étrangères proposent différents types de rapport dont certains sont vendus, d'autres sont réservés à leur État. Cependant, notre société n'utilise pas beaucoup ces rapports payants.

Nous n'apprécions pas les informations gratuites fournies par les organisations étrangères. Nous collectons des informations précieuses provenant de ces sources d'information.

En général, la presse étrangère reprend les données issues des sources d'information du Vietnam.

Avez-vous une équipe *de l'analyse de secteur*?

Aujourd'hui, nous ne développons pas l'analyse de secteur. Pourtant, cette analyse est très importante dans l'évaluation de l'entreprise.

Actuellement, les entreprises vietnamiennes ont tendance à participer à différents secteurs. Par exemple: certaines entreprises se développent dans le secteur des fruits de mer pendant plusieurs années. Puis elles se redirigent vers le secteur de l'immobilier. Avant, ces entreprises avaient des réserves d'environ 300 milliards de dongs dans le secteur de fruits de mer qui constitue leur secteur principal pendant 20 à 30 ans. Puis, elles se sont tournées vers le secteur d'immobilier avec 1000 milliards de dongs. Donc, nous ne pouvons pas classer ces entreprises.

L'entreprise qui nous vend les informations applique les normes de classification internationale (ICB) mais elle ne peut pas classer les entreprises vietnamiennes. Actuellement, il n'y a pas encore de critère commun au service de la classification des secteurs au Vietnam.

Selon nous, l'analyse méso-économique est très importante dans l'investissement. Au cours d'investissement, l'investisseur va observer le cycle économique. Puis, l'analyse méso-économique va permettre d'identifier le cycle d'investissement et va identifier le type d'actions à investir pour chaque période. Par exemple: En cas de difficulté, l'investisseur se concentre sur les actions agricoles, pharmaceutiques, de consommation. Ces secteurs assurent la sécurité du fonds.

Cependant, la classification incorrecte des secteurs entraîne des difficultés pour une évaluation exacte et une prise de décision exacte dans l'investissement au Vietnam.

Actuellement, les entreprises doivent se restructurer. Conformément aux nouvelles dispositions de l'État, les entreprises nationales du Vietnam n'exercent pas d'investissement extérieur du secteur mais se concentre sur certains secteurs principaux. Elles proposent leur

plan jusqu'en 2015 en vue d'y parvenir. Cela permet à l'investisseur de classer facilement les secteurs.

Dans l'analyse de secteur, utilisez-vous les matrices d'analyse stratégiques ?

Nous devons encore enrichir également nos connaissances sur ces problèmes.

Nous avons participé au secteur de la finance pendant 6 à 7 ans. D'abord, nous avons travaillé dans le secteur de transaction boursière. Puis, nous nous sommes dirigés vers l'analyse financière et l'investissement.

L'équipe chargée de l'analyse de HSBC peut atteindre des milliers de personnes. Cette entreprise peut développer un grand nombre d'information concernant les secteurs. La société de valeur mobilière la plus grande du Vietnam a seulement 10-15 personnes dans l'équipe d'analyse. Elle ne peut donc pas proposer les rapports d'analyse de bonne qualité.

Il semble que quelques personnes utilisent les modèles quantitatifs afin de déterminer l'action potentielle à investir. Pourtant, cette méthode semble ne pas être pertinente pour le marché du Vietnam. Notre entreprise se base sur la période économique grâce à l'analyse macro-économique. À partir de cela, nous allons déterminer la période d'investissement. Nous allons sélectionner les actions potentielles à investir en fonction de la période d'investissement.

Nous pensons que plusieurs investisseurs ne s'intéressent pas aux informations sur la classification des secteurs car ils les trouvent inefficaces lors de leurs investissements. Dans plusieurs cas, le directeur d'investissement d'un fonds d'investissement ne comprend pas les bénéfices de ces informations. Au Vietnam, ces directeurs d'investissement peuvent être les proches des responsables des autres banques, et n'ont aucune connaissance fondamentale sur ce secteur.

Le marché boursier du Vietnam est bien jeune donc il n'y a pas beaucoup d'outils ainsi que de personnes ayant l'expérience en vue d'assurer le bon fonctionnement du fonds d'investissement.

Vous préoccupez-vous des éléments affectant le sentiment des investisseurs ?

Les investisseurs se préoccupent bien de ces éléments. Au Vietnam, les investisseurs ont l'habitude d'investir de manière de troupeau. Par exemple: un investisseur investit et bénéficie des profits dans le secteur d'immobilisation, les autres l'imitent.

Cependant, ces deux dernières années, dans le marché boursier, ce phénomène change progressivement. En cas d'incident du marché, certains groupes d'investisseurs sont paniqués tandis qu'autres sont bien calmes. Cela montre que le sentiment des investisseurs progresse après l'incident du marché boursier.

Il est bon de détecter des signes de vente ou d'achat précoces dans le marché vietnamien. Cela permet aux investisseurs de gagner beaucoup d'argent dans le marché boursier du Vietnam.

Actuellement, nous n'avons aucun modèle en vue de détecter les fluctuations sentimentales des investisseurs.

Nous nous intéressons beaucoup aux modèles de jugement psychologique des investisseurs. Cependant, les développeurs ne publient pas ces modèles ou disent que ces modèles sont en période d'essai, l'exactitude est limitée.

Dans le passé, nous savons que beaucoup de personnes ont installé les outils de mesure dans les sites web auxquels les gens accèdent en nombre (des milliers de personnes par jour). Ces derniers posent la question si l'action va augmenter ou diminuer lors de la transaction? Cela permet d'identifier le sentiment des investisseurs vis-à-vis du prix des actions.

Votre entreprise s'intéresse-t-elle à la valeur intrinsèque de l'entreprise?

Oui, bien sûr. Actuellement, nous n'avons pas d'équipe en vue de rechercher profondément les informations de chaque entreprise pour évaluer sa valeur intrinsèque. Cependant, nous utilisons souvent les services d'information des autres sociétés d'actions. Ces dernières fournissent des informations liées aux entreprises ; elles ont des équipes de contrôle et de contact avec l'entreprise cible.

Quelles sources d'information vous exploitez lors de l'analyse d'une entreprise cible ?

En fait, nous exploitons les informations grâce à plusieurs sources : journal électronique, site web de l'entreprise, publication des informations du comité boursier, enquête proprement dite.

En outre, nous achetons aussi les rapports d'enquête réelle des courtiers des informations.

En réalité, il existe plusieurs différents types de rapport : rapport stratégique, rapport mensuel, trimestriel et rapport actualisé. Lorsque l'entreprise propose un nouvel engagement stratégique, nous allons chercher à rassembler les rapports stratégiques. Cela nous permet de suivre attentivement la situation de l'entreprise cible. Par exemple : pour une action, la société d'action HSC fournit des dizaines de rapports actualisés sur la situation de l'entreprise cible pendant un an.

Consultez-vous des avis d'experts financiers lors de votre prise de décision ?

En fait, la consultation des avis d'experts financiers réside dans l'étape d'analyse. Les experts financiers proposent des évaluations relatives aux sujets macroéconomiques, sectoriels. Ils ne donnent aucune recommandation d'investissement. De plus, ces experts n'investissent pas. Par conséquent, leur avis ne joue pas un rôle important dans nos prises de décision d'investissement.

A notre avis, la prise de décision doit prendre en compte tous les éléments macroéconomiques. A partir de cela, nous nous déterminons la conjoncture économique ou le cycle économique ainsi que le cycle d'investissement pour sélectionner le secteur potentiel. L'étape suivante est de choisir l'entreprise cible.

Lors de la prise de décision d'investissement, les investisseurs s'appuient –ils souvent sur les indicateurs financiers et ceux extra-financiers. Donc, comment hiérarchisez- vous ces indicateurs ?

En principe, nous nous basons sur l'analyse de haut en bas (Top – Down). Ainsi, nous surestimons les indicateurs financiers par rapport aux autres indicateurs extra financiers.

Que pensez-vous du rôle de l'expérience dans votre prise de décision ?

A notre avis, l'expérience est très importante sur les marchés financiers Vietnamiens. Actuellement, le degré de transparence d'information n'est pas bon. Dans ce contexte, nous devons nous appuyer sur notre expérience pour construire les scénarios hypothétiques pour déceler des risques ainsi que des opportunités.

Est-ce-que vous vous intéressez aux informations concernant la stratégie de l'entreprise cible ?

Nous nous intéressons à ce type d'information. Tout d'abord, nous nous focalisons sur les informations relatives aux aspects financiers de l'entreprise cible. Ensuite, nous prenons en compte les aspects de gouvernance, notamment la vision de dirigeant. Enfin, nous nous intéressons aux informations concernant les aspects de production, de marketing de la firme.

Néanmoins, nous avons peu de ressources humaines, de temps et d'argent pour acquérir ces types d'information.

Comme vous savez, l'entreprise cible ne publie jamais leurs informations stratégiques. De plus, nous ne trouvons aucune organisation qui collecte et publie ce type d'information.

Pourriez-vous hiérarchiser votre niveau de préoccupation pour les informations suivantes :

Informations primaires et informations secondaires

A notre avis, nous classons notre préoccupation selon l'ordre descendant :

1, Informations primaires

2. Informations secondaires. (Des avis d'experts financiers)

En ce moment, les investisseurs Vietnamiens subissent un grand impact des aspects psychologiques comme les nouvelles sensationnelles. Ces informations affectent profondément les prix de titres sur les marchés financiers. Pendant ce temps, certains experts financiers sans compétence continuent de donner des avis, des évaluations sans aucune conséquence. Ainsi, les avis d'experts financiers ne sont pas utiles pour les investisseurs institutionnels.

Est –ce –que vous vous intéressez aux marques des marchandises de l'entreprise cible sur les marchés réels ?

Nous ne nous intéressons jamais aux marques des marchandises de l'entreprise cible. Nous nous concentrons sur ses compétences, sa compétitivité sur les marchés réels. Par exemple : en parlant de Vinamilk, tout le monde comprend sa puissance sur les marchés. Nous prenons en compte les aspects de marketing, de gouvernance, de production, de produits dans notre évaluation d'investissement.

Dans les pays développés, il y a plusieurs sites web qui proposent des avis, des commentaires de clients sur les produits de l'entreprise cible. De plus, on peut acquérir les informations relatives aux opérations de l'entreprise cible. Ces informations sont souvent diffusées par ses autres parties prenantes (société civile, fournisseurs, salariés). A partir de cela, les investisseurs peuvent avoir une perception sur l'image/la réputation de l'entreprise cible. Est-ce-que vous vous intéressez à ce type d'information ?

Au Vietnam, il y a très peu de sites similaires. Ces sites ne sont pas si professionnels que ceux des pays développés tels que les Etats Unis ou la France.

En ce moment, certaines entreprises essaient de bâtir la marque de leur entreprise. Dans leur bilan comptable, on peut facilement voir l'apparition d'une valeur de marque. Cette valeur est très grande. Par exemple : La société de Song Da (cote : SD) a une valeur de marque très grande qui se monte à 3 milliards VND.

Néanmoins, il existe de nombreux phénomènes de contrefaçons au sein des entreprises Vietnamiennes. Par exemple : Une marque de l'eau de source Aquafina est très connue au Vietnam. Cette marque est imitée par d'autres entreprises. On peut trouver des contrefaçons telles qu'Aquatina ou Aqualina en remplaçant la lettre « f » par lettre « t » ou « l ». La propriété intellectuelle Vietnamienne n'est pas encore strictement protégée par la loi. Ainsi, l'image ou de la réputation de l'entreprise ne joue pas un rôle important dans nos prises de décision.

Cela est totalement contraire aux marchés des pays développés. A notre connaissance, la violation du droit d'auteur est gravement traitée par la loi. Par exemple : Apple est entrain de rencontrer un problème concernant le nom d'Ipad sur le marché Chinois. Ainsi, Il est confronté à la menace de ne pas vendre l'Ipad sur le marché Chinois. Cela affecterait fortement le prix de titres d'Apple sur les marchés internationaux.

En ce moment, les informations émises par les organisations internationales ont un impact sur les prix de titres sur les marchés financiers. Qu'en pensez-vous ?

Bien évidemment, les investisseurs Vietnamiens cherchent à lire de plus en plus les informations publiées par les grandes organisations internationales et les grands journaux étrangers. Ces informations affectent profondément les prises de décision d'investisseurs.

Entretien 3: Đỗ Hiệp Hòa – MBS securities company.

Pouvez-vous me présenter la prise de décisions d'investissement dans votre société gestionnaire du fonds ?

Selon le droit boursier du Vietnam, la société boursière est autorisée à établir son propre fonds d'investissement. Ce fonds d'investissement reçoit le mandat d'investissement des clients. Il existe deux cas principaux. Premièrement, le client confie l'argent ou les bourses à la société boursière. Cependant, notre société reçoit seulement l'argent. Par exemple: le client confie au total 2,5 milliards de dongs à notre société (MBS). En réalité, nous ne devons pas informer le client sur la prise de décision d'investissement. Deuxièmement, si le client confie partiellement à notre société, notre décision doit être adoptée par le client.

Ces deux méthodes doivent se baser sur l'accord entre le client et notre société relatif à la prise de décisions d'investissement. En réalité, notre société et le client vont se mettre d'accord sur la prise de décisions d'investissement dans le secteur choisi. Cela constitue le champ du mandat d'investissement. Par exemple: le client va choisir l'immobilier, dans laquelle, nous allons choisir une entreprise potentielle pour investir.

Au moment de la distribution des profits d'investissement, nous allons percevoir des frais de gestion de l'actif. Nous allons donc négocier avec le client. Par exemple: nous allons gérer le portefeuille d'investissement au service du client. Si le profit atteint 50%, le client va bénéficier de 40% tandis que 10% sont à nous sans compter des frais de gestion de portefeuille. En cas de perte, le client subit tout et cette perte réside dans le champ du mandat d'investissement. Si nous causons la perte du portefeuille d'investissement en dépassant le seuil du champ du mandat d'investissement, nous devons indemniser le client.

Le stop-loss doit respecter la circulaire no. 210 du Ministère de la finance réservée à la société boursière. Pendant 24 heures, s'il y a des incidents concernant le portefeuille d'investissement, il faut informer immédiatement le client. Nous devons souligner cette disposition dans le contrat. Nous devons expliquer ces incidents au client. Normalement, nous ne devons pas informer le client en cas de perte de moins de 10%. Si le stop-loss est de 10 à 15%, nous devons informer le client avant de vendre des actions. Dans ce cas là, c'est le client qui décide le stop-loss. En plus, si ce dernier est supérieur à 15%, nous pouvons le faire nous-mêmes. Si nous ne vendons pas l'action de 15%, nous devons la perte restante au client.

En se basant sur le besoin du client, nous avons établi différents fonds. Cependant, le besoin du client est bien varié. Nous ne sommes pas capables de tout contrôler. Donc, nous avons proposé trois stratégies d'investissement au service du fonds d'investissement. Le client va en choisir une parmi ces trois stratégies à appliquer.

Pouvez-vous me présenter la méthode de prise des décisions d'investissement lors de l'évaluation d'une action de l'entreprise ?

Actuellement, nous ne proposons aucun outil d'analyse fondamentale ou technique lors de notre processus d'investissement. Nous utilisons l'analyse alternative au service de l'entreprise cible. Cette méthode s'appuie sur la prise de décision d'expert. Nous allons chercher les éléments affectant le prix de la bourse de l'entreprise cible. Cette méthode s'applique dans le marché vietnamien car les méthodes d'analyse fondamentale et technique ne se sont pas efficaces.

Cette méthode demande aux membres du groupe de travail de présenter leurs propres critères d'investissement. Nous trouvons cette méthode bien subjective. Bien qu'elle soit efficace vis-à-vis de certaines bourses, nous devons établir une méthode systématique à long terme pour plusieurs codes d'action au Vietnam.

La méthode d'experts se fonde sur trois critères principaux : le point de liquidité, le point de base et l'expert. L'analyse fondamentale fera apparaître les points de base. L'analyse technique précise le point de liquidité. Finalement, nous nous intéressons au point d'évaluation d'experts. D'abord, notre société va identifier le nombre d'action à acheter, ce qui est appelé "room". Puis, nous allons décider le prix et la proportion. Cette proportion peut représenter le prix de bourse par rapport au prix du marché. Afin d'identifier le nombre d'action à acheter, nous allons trouver les éléments importants. Normalement, la liquidité joue un rôle principal dans l'identification du nombre d'action à acheter. Le point de liquidité atteint 50% dans notre prise de décision d'investissement. Le point de base atteint 30% tandis que le point d'experts représente 20%. Donc, nous n'avons pas d'équipe d'enquête pour rencontrer directement les dirigeants de l'entreprise cible. Nous collectons les informations sur l'entreprise cible sur l'internet pour prendre la décision d'investissement. Le point d'experts n'est pas significatif. Mais nous devons faire attention à ce point car nous prenons en compte souvent les points concernant le secteur. À partir de cela, nous obtenons la note synthétique de ce type d'action.

Le marché boursier Vietnamien a environ 700 codes d'action dans les deux régions (Hanoi et Ho Chi Minh ville). En réalité, il y a seulement 300 codes, soit 80% d'échange du marché. Nous devons nous concentrer sur ces 300 codes. Nous allons arranger les notes synthétiques de ces derniers de haut en bas. Parmi ces 300 codes, nous allons prendre 100 codes à investir. Ces 100 codes sont symboliques. Cette méthode se base sur la méthode Pareto (80/20). Nous nous intéressons plus à la liquidité. Par exemple: l'action de MBB a un bon indicateur de base mais sa liquidité est basse donc elle ne nous attire pas. Ici, nous faisons attention au problème spéculatif. Alors, nous allons poser la question sur la liquidité : "Comment mesurer la liquidité du marché ?".

Nous allons collecter les données pendant 3 mois, 2 mois et un mois, en vue de compter la liquidité. Cet indicateur de liquidité est défini en se basant sur les coefficients importants. Ces coefficients sont précisés par les membres de notre société car cela constitue la méthode d'experts. En réalité, nous acceptons ces coefficients; puis nous allons les vérifier par la méthode statistique. La méthode d'expert fonctionne pendant 1 à 2 ans. Grâce aux statistiques, nous allons observer la tolérance de la méthode d'experts. Le résultat obtenu va prouver l'exactitude de cette méthode.

En termes d'indicateur de base de l'action, nous utilisons l'analyse de base afin d'évaluer l'entreprise cible. Nous allons utiliser certains critères financiers comme: P/E, Book to Value de l'entreprise pour proposer une valeur de la firme. Puis, nous pouvons identifier la valeur la plus risquée et proposer des scénarios hypothétiques pour cette valeur.

Lors de l'analyse de l'entreprise, vous intéressez vous aux stratégies de l'entreprise ?

Lors de l'analyse de l'entreprise, notre société fait attention aux éléments comme: la stratégie de l'entreprise, la politique annuelle de l'entreprise, le comité de direction générale de l'entreprise et la structure de propriété, le secteur d'activité stratégique, le mode de distribution (vente au détail, vente de gros), la part de marché, le rapport financier. Puis, nous allons prendre la décision concernant l'analyse de base de l'entreprise.

Dans certains cas, nous observons la structure du comité de direction générale en vue de prendre la décision d'investissement. Par exemple: MBS constitue une société boursière militaire. MBB représente la banque militaire. Nous savons que MBB a une grande capacité financière et d'énormes ressources humaines. Le propriétaire de MBS est MBB. Donc, nous allons investir à MBS sans vérifier les données du rapport financier.

En outre, notre société rencontre le cas où les indicateurs financiers sont bons. Le secteur principal de l'entreprise est le transport. Par exemple: Le taxi Mai Linh. Pourtant, cette entreprise a tendance à se tourner vers l'immobilier. Cela constitue un signe à surveiller. En ce moment, nous allons évaluer si l'entreprise est capable de participer à l'immobilier. Pour y parvenir, nous devons évaluer la tendance du marché immobilier et ses risques. En outre, nous allons observer si la compétence et la capacité de la mobilisation de ressources de l'entreprise cible peuvent répondre aux contraintes et à l'évolution du secteur de l'immobilier.

À partir de cela, nous allons évaluer généralement si la capacité de l'entreprise cible s'adapte à l'évolution des marchés dans tous les secteurs. Cela influence notre décision d'investissement.

Parmi les éléments mentionnés ci-dessus, nous ne hiérarchisons pas les éléments d'évaluation car c'est la réalité de la prise de décisions d'investissement. Certains pensent que la stratégie de l'entreprise joue un rôle important. Cependant, d'autres éléments affectent la prise des décisions. Donc, la hiérarchie des éléments d'évaluation est flexible. Par exemple: quelques entreprises proposent de bonnes stratégies, bons rapports financiers, bons propriétaires. Pourtant, leurs indicateurs financiers ne sont pas bons comme l'indicateur de dette. Cela entraîne une mauvaise prise de décisions d'investissement.

Le plus important est de trouver des informations pertinentes. À partir de ces informations, nous allons prendre des décisions d'investissement afin d'éviter des menaces. Par exemple: il y a des entreprises qui publient leurs rapports financiers mais leurs indicateurs financiers du premier semestre sont modestes. Par relation, nous savons préalablement ces informations. Donc nous allons éviter ces actions.

La vérification des informations est très importante lors de notre processus d'investissement. Cependant, cela n'est pas simple dans la réalité.

Quelles sources d'informations choisissez-vous sur l'entreprise?

Nous utilisons les sources d'information formelles comme Bloomberg, les informations analysées dans le journal électronique ou dans la presse. En outre, nous prenons aussi les informations publiées dans les forums financiers. Pour la communauté d'investisseurs, le forum représente une source d'information efficace. Cependant, cette source peut contenir plusieurs informations opposées. Afin d'exploiter ces informations, nos membres du groupe

de travail doivent avoir la capacité d'analyse. Il faut noter que nous avons un département d'analyse qui collecte les informations et les traite. Ce département propose des évaluations indépendantes par rapport au gérant de portefeuille. Cela est l'une des sources d'information pertinentes pour évaluer l'entreprise cible. Cependant, cela constitue un risque car la qualité de l'information dépend de l'opinion de certains individus. Dans une société, la prise des décisions ne peut pas dépendre de l'opinion d'un individu. Nous devons donc chercher à transformer la capacité propre de ces individus en esprit d'entreprise.

En réalité, les décisions des investisseurs institutionnels sont plus compliquées que celles d'un investisseur individuel car elles doivent passer plusieurs étapes dans la société de gestion de fonds. En termes de principes, les opinions d'un individu brillant sont seulement une référence supplémentaire et non décisionnelles au sein de l'entreprise.

À quels indicateurs d'analyse macro-économique vous intéressez vous au sein du processus de l'investissement ? Quelles sources d'information sont les plus utilisées ?

Notre société comporte un département de recherche macro-économique. Cela constitue une source d'information utile pour notre société. Le responsable de cette partie est un docteur en macro-économie qui a de bonnes compétences. Ses rapports d'analyse sont bien appréciés dans le marché et constituent la source d'information de notre société afin de formuler les observations du marché.

D'abord, notre société s'intéresse aux informations à l'échelle mondiale. Par exemple: les informations concernant les politiques économiques, la politique des grands pays, la guerre en Syrie, les informations liées aux grands fonds d'investissement à l'étranger. Ensuite, nous tenons compte des macro-informations du Vietnam comme la croissance du PIB, l'inflation, les réserves de change, le taux d'intérêt, le taux de change, l'indicateur CDS (Credit Swap default) (indicateurs de risque de marché).

Actuellement, il existe beaucoup de types d'information comme les informations formelles, les informations informelles; les informations payantes; les informations gratuites; les informations primaires, secondaires, financières et non financières. Votre société réalise-t-elle la classification des informations lors de l'analyse macro-économique?

Actuellement, les ressources humaines au service de l'analyse macro-économique ont de bonnes compétences. Outre des sources d'informations formelles sur internet, nous accédons à Bloomberg pour voir comment les pays étrangers nous analysent. Nous apprécions évidemment les informations primaires. Dans le département de l'analyse macro-économique de notre société, des personnes font des recherches pour les comités nationaux de surveillance monétaire, la banque d'État. Notre société a une bonne relation avec les responsables de ces organisations. Donc, nous bénéficions de leurs sources d'informations. Par exemple: la banque d'État voulait retirer de l'argent du marché. Nous en avons été informés grâce aux relations avec des organisations ci-dessus mentionnées. Donc, nous pouvons nous baser également sur le réseau de relations. Selon nous, les réseaux au Vietnam jouent un rôle très important. À partir de ces réseaux, les informations acquises sont bien correctes. Après avoir obtenu ces informations, nous avons réalisé les analyses et fait sortir des rapports et des

prévisions concernant les indicateurs macro-économiques tels que le pouvoir d'achat et la croissance du PNB. A travers nos expérimentations, nous avons trouvé que ces prévisions étaient relativement correctes.

Lorsque les informations sont diffusées par les forums, elles ne sont pas toujours précises.

Consultez- vous les conseils des experts ?

Nous allons choisir ceux qui sont utiles à consulter. Les experts peuvent comme nous rencontrer des pertes dans l'investissement. Dans le domaine de la bourse, nous comprenons très bien le concept d'un expert !

Grâce à quelques entretiens, nous voyons que certains investisseurs rencontrent des difficultés dans la classification des secteurs. Car, aujourd'hui, il n'y a pas de règlements ou de normes en vue de classer des entreprises dans les secteurs spécifiques. Cependant, selon nous, l'analyse de secteur joue un rôle très important car cela permet à l'investisseur d'identifier la position de l'entreprise dans le marché, la structure du marché, l'avantage de concurrence, l'analyse des concurrents. Nous pensons que le fonds d'investissement utilise ces analyses dans l'évaluation ? Dans l'analyse de secteur, utilisez- vous les index de la matrice stratégique comme la matrice de 5 forces de PORTER?

En réalité, nous n'utilisons pas beaucoup ces matrices. Certes, l'analyse de secteur est très importante dans la décision d'investissement, particulièrement dans la crise actuelle. Quand les investisseurs perdent trop d'argent, ils revoient leurs erreurs. Ils se rendent compte que l'analyse de secteur joue un rôle important dans leur prise de décision.

Nous apprécions les secteurs de la consommation domestique, ayant un flux de trésorerie stable. Les entreprises en tête du secteur ont une haute capacité à résister à la crise récente. Par exemple: les secteurs relatifs à l'import-export du Vietnam tels que les secteurs liés au transport maritime, à la logistique, au divertissement; à l'agro-alimentaire; à l'industrie pharmaceutique. Dans la réalité, tandis que le prix d'action du marché diminue, la valeur des entreprises de ces secteurs augmente de 200-300% ces deux dernières années. En effet, l'action se base sur la performance de l'entreprise fondé sur plusieurs éléments de ses marchés. En fait, quelques entreprises peuvent fonctionner dans un environnement stable bien que l'économie connaisse des fluctuations.

Notre fonds ne peut pas s'exercer de façon professionnelle. Selon nous, un portefeuille d'investissement nécessite au moins 4 des secteurs mentionnés ci-dessus. La proportion du capital réservée à ces secteurs représente au moins 50%. Cette proportion doit être stable dans tous les cas où les entreprises de ces secteurs fonctionnent bien. Cette partie doit suivre la méthode de Warren Buffet. Par exemple: Vinamilk, le Parc aquatique de Dam Sen constituent les entreprises dont les actions augmentent stablement dans le marché boursier.

Pour les autres 50%, nous devons investir de façon subjective. Cette partie est réservée à l'investissement dans les secteurs qui se modifient en fonction du cycle économique. Puis, nous allons choisir les entreprises potentielles à investir. En plus, nous allons cibler des entreprises qui sont moins évaluées que leur propre valeur. Pour y parvenir, nous allons

déterminer les raisons, les difficultés principales aux quelles ces entreprises doivent faire face. Par exemple: la centrale au charbon de Pha Lai rencontre des difficultés sur le taux de change. Le problème de la technologie de réfrigération REE réside dans l'investissement dans les secteurs autres que les secteurs de base. Lorsque nous voyons que ces signes ont disparu, les entreprises deviennent stables, nous allons alors acheter leurs actions car le prix devrait augmenter à nouveau.

Lors de l'analyse d'un secteur, comment classifiez-vous les éléments affectant l'analyse de secteur ?

Nous allons investir dans les domaines en fonction des critères suivants: la croissance économique, les éléments politiques, le risque de cycle économique.

Quelle source d'information choisissez-vous au service de l'analyse de secteur ?

Outre les informations du Département général des statistiques, nous choisissons souvent les sources d'information à partir du rapport de BMI Research. Ce rapport fournit des informations précises donc elle est vendue jusqu'à plusieurs milliers de dollars. Pourtant, au Vietnam, le réseau de relations nous permet d'échanger les rapports avec les autres organisations financières. Donc, nous ne perdons d'argent sur l'achat de ces rapports.

À côté de cela, nous faisons nous-mêmes des recherches sur les secteurs que les organisations étrangères n'ont pas. Puis, nous réalisons l'analyse du secteur de bas en haut (Bottom –Up). Cela nous apporte une vue réelle sur l'analyse des secteurs bien que les données liées à la production totale du secteur ne soient pas correctes.

Pouvez-vous me présenter la méthode d'analyse d'une entreprise lors de l'investissement ?

D'abord, nous allons lire leurs rapports financiers pour évaluer la capacité financière de l'entreprise cible dans le passé. Nous allons nous intéresser au flux de trésorerie de l'entreprise dans le rapport des flux de trésorerie. Cet indicateur indique la santé financière de la firme. En réalité, le bilan et le compte de résultat sont traités par les entreprises. Selon nous, si l'entreprise a des mauvais indicateurs du flux de trésorerie pendant deux années consécutives, nous n'allons pas choisir cette entreprise sans prendre en compte les autres éléments.

En réalité, quelques entreprises font de grands profits. Cependant, d'où viennent ces profits? Ces profits sont issus de l'assouplissement de la politique de vente (autoriser les clients à emprunter beaucoup et à rembourser plus tard). En plus, nous allons détecter le faux chiffre d'affaires grâce aux quelques autres indicateurs financiers. Par exemple: la rotation des stocks, les créances sont à la hausse. Bien que l'entreprise soit rentable, l'excédent de trésorerie financière est négatif. Donc, l'indicateur du flux de trésorerie (CFO) dans le rapport des flux de trésorerie représente un des indicateurs pour qualifier le profit et le chiffre d'affaire de l'entreprise cible.

Dans certains cas, l'entreprise peut manipuler les données pour avoir un flux de trésorerie positif. Nous en venons à la deuxième étape. Dans cette étape, nous devons soustraire les

dépenses d'investissement par l'indicateur du flux de trésorerie. Si le résultat est négatif, nous allons nous poser des questions.

Deuxièmement, nous allons prendre en compte les indicateurs de capacité de survie de l'entreprise cible tels que dette/capital du propriétaire, la capacité de paiement de l'intérêt (EBIT/Intérêt d'emprunt mensuel).

Troisièmement, nous allons observer si l'entreprise cible se développe en se basant sur le capital propre ou sur les autres capitaux (dettes).

Quatrièmement, pour prendre en compte les indicateurs de production, nous allons choisir l'entreprise en tête du secteur car cela apporte les avantages compétitifs. Par exemple: La société MASAN ou Vinamilk. Cet avantage est présenté par la marge brute (gross margin). Par exemple: la Marge brute de KDC atteint 40%, celle de VINCOM est de 50%-60%. L'indicateur de ces entreprises est plus haut que les autres du même secteur.

Sur le plan de la gouvernance d'entreprise et de la responsabilité sociale, nous devons rencontrer directement les dirigeants des entreprises, cela pour deux raisons. D'abord, nous allons observer la qualité des données du rapport financier. Ensuite, nous allons poser des questions concernant l'opinion de l'entreprise sur la stratégie, la gouvernance d'entreprise, l'orientation de développement dans le futur et les politiques sociales. Nous allons alors nous demander si les entreprises respectent les engagements stratégiques.

Dans certains cas, quelques entreprises veulent se développer à court terme en vue d'obtenir des profits. Donc, elles abandonnent des stratégies de développement durable et les responsabilités durables. Nous n'apprécions pas ces entreprises. Par exemple: Il existe quelques rumeurs selon laquelle Vinamilk utiliserait le lait sale. Si Vinamilk fournit du lait sale, l'entreprise devra reprendre ses produits et présenter ses excuses devant le public puis indemniser ses clients. Donc, Vinamilk peut subir une perte cette année. Puis, la confiance du public retourne à plus tard. Cela lui permet à bénéficier des profits à long terme. Pourtant, si Vinamilk veut avoir les profits à court terme, la société ne doit pas réaliser ces faits.

Pour ce faire, nous devons rencontrer les partenaires de l'entreprise cible, ses créanciers, ses clients, ses fournisseurs. Puis, nous allons chercher des informations pour formuler une évaluation globale de l'entreprise. Nous avons beaucoup de rencontres avec les entreprises et leurs partenaires.

À partir de ces rencontres, nous pouvons formuler les scénarios hypothétiques. Puis, nous avons une séance de travail collectif pour proposer des évaluations de développement. Donc, nous pourrions prendre des décisions d'investissement rationnelles.

Pourriez – vous hiérarchiser les critères pour l'évaluation de l'entreprise cible comme critère financier, celui de la gouvernance d'entreprise, celui de marketing, de vente, celui de la gestion interne, celui de la production ?

Premièrement, l'indicateur financier est prédominant car l'entreprise gagne des bénéfices, Deuxièmement, la gouvernance d'entreprise est un facteur très important dans la prise des

décisions d'investissement pour les investisseurs institutionnels. Les propriétaires de l'entreprise sont motivées au développement de l'entreprise. Cela aide l'entreprise cible à mettre en œuvre le développement à long terme. Puis, nous évaluons les facteurs de production, de vente. Et enfin, nous nous intéressons au problème social.

À l'heure actuelle, une entreprise évaluée très prometteur, mais à laquelle vous avez très peu d'informations. Quelle est votre approche, alors?

Certes, nous avons également rencontré de tels cas. Par exemple : lait de soja frais de Famile, le sucre de Quang Ngai. Les deux entreprises ont un bon indicateur, un bon produit, une bonne part de marché. Cependant, il est très difficile d'avoir accès à ces deux entreprises afin de vérifier l'information. Dans ce contexte, nous allons rencontrer leurs partenaires, fournisseurs, prêteurs, leurs clients afin de recueillir les informations pour évaluer l'entreprise cible.

Dans le cas où, il est très difficile d'avoir accès à une entreprise. Nous profitons de la relation avec Bao Viet sachant que Bao Viet a une relation très intime avec le Premier ministre. Puis, nous profitons de l'influence en politique pour entrer dans ces entreprises. C'est la méthode réelle que nous appliquons.

Actuellement, de nombreux facteurs externes ont des impacts directs sur le prix des titres sur le marché. Par conséquent, il existe toujours une certaine différence entre le prix des titres et la valeur réelle de titres. Selon vous, quelles informations exercent des impacts sur la psychologie de l'investisseur? Par exemple: un écho sensationnel, des conseils d'experts.

Dans le marché boursier du Vietnam, nous pensons que les conseils des experts n'ont pas d'impacts sur sa psychologie. Nous pensons que le facteur a des impacts sur la psychologie de l'investisseur, c'est à due l'écho sensationnel. À titre d'exemple: l'arrestation de Nguyen Duc Kien – l'ancien vice-président de la banque ACB (Banque commerciale par actions d'Asie). Le système d'information au Vietnam est asymétrique. Le monde extérieur n'a pas un accès égal à l'information. Nous ne pouvons pas juger la qualité de ces informations. Certaines personnes connaissaient quelques informations qu'elles les transmettent à l'extérieur. Ces informations demeurent alors les échos et sont considérées comme vraies.

Certaines personnes profitent de cet effet afin de diffuser de faux écho. Par exemple: En 2012, il y avait des échos pour M. Tran Bac Ha - Président du Conseil d'Administration de la banque BIDV. Toutefois, cette information n'était pas correcte, ce qui a provoqué la baisse du marché. Il est clair que la publication des informations du Vietnam n'est pas strictement contrôlée. La cause profonde en est l'asymétrie de l'information.

Deuxièmement, nous pensons qu'il s'agit d'une mentalité de troupeau. C'est l'activité des investisseurs étrangers, notamment des fonds d'investissement ETF et mêmes des investisseurs nationaux. En fait, les investisseurs étrangers subissent la domination par des investisseurs de leur pays. Puis, les facteurs externes affectent les investisseurs étrangers sur leur marché. Par exemple: la guerre syrienne, les paquets de stimulation économique de grands pays tels que le paquet Abenomics du Japon. Tous ces facteurs ont des impacts sur le

prix des titres au Vietnam. Dans certains cas, les fonds ETF étrangers devraient payer de l'argent à leur marché. Par conséquent, ils sont obligés de vendre des actions sur le marché boursier du Vietnam afin de reprendre l'argent. Les investisseurs vietnamiens connaissent leur situation, donc, ils vendent aussi leurs actions par la suite. Ainsi, la mentalité de troupeau se forme dans le marché du Vietnam.

En outre, les investisseurs domestiques ont de bonnes ressources financières et prennent connaissance des informations sur l'entreprise. Ils vont utiliser ces capacités pour créer des pièges sur le marché visant à attirer de l'argent auprès d'autres investisseurs.

Donc, les deux facteurs les plus importants qui affectent la psychologie des investisseurs sont l'asymétrie de l'information et la mentalité de troupeau.

Actuellement, est – ce que votre société de gestion de fonds possède une méthode qui découvre la relation entre les grands investisseurs ayant de un grand impact sur les marchés financiers?

En fait, nous n'avons aucun outil visant à découvrir ce fait. Même que la Commission des opérations de bourse (COB) ne peut pas le savoir.

Cependant, nous possédons une méthode afin d'éviter ce piège. En fait, les grands investisseurs, disposent de la force financière, avec une équipe de dirigeant le marché boursier, et s'adressent souvent aux actions sur lesquelles ils peuvent avoir des impacts sur l'offre et la demande d'actions. Généralement, ces actions possèdent une faible capitalisation et peu de liquidités sur le marché, une faible quantité d'inscription sur le marché (flottant). En outre, ces actions portent une mutation forte des revenus et des bénéfices. Elles sont souvent situées dans des domaines tels que l'immobilier, la construction ... Par exemple, les actions de PVA (Société de la Construction pétrolière et gazeux). Il s'agit d'une petite action, devenue un piège pour de nombreux investisseurs. Ce phénomène se produit très fréquemment il y a 2-3 ans.

Toutefois, cette année, les investisseurs s'intéressent progressivement aux entreprises possédant une grande capitalisation ou appelé blue-chip. En fait, les grands investisseurs (l'équipe dirigeante) ne peuvent pas exercer des impacts sur celles parce que la majorité des actions pour les investisseurs institutionnels et les investisseurs individuels possèdent une stratégie d'investissement à long terme.

Entretien 4: Vu Dinh Trung – MB capital.

Pourriez-vous me parler de la structure d'exploitation de votre fonds d'investissement?

En fait, nous devons prendre connaissance du droit des valeurs mobilières au Vietnam. En particulier, la loi déclare très clairement le nombre d'années d'expérience acquises des gérants de portefeuilles dans le domaine de l'investissement, ses diplômes internationaux. Notre fonds d'investissement se divise en Conseil en investissement, département de l'analyse, du contrôle interne, du contrôle des risques, de la construction d'offre, de la formation, des transactions.

La société de gestion de fonds Vietnamiennne doit respecter les circulaires et les lois de la Commission des opérations de bourse (COB).

Dans un fonds d'investissement, de nombreux gérants de portefeuilles sont chargés d'invertir pour chaque fonds propre. Est – ce que les gérants de portefeuilles respecte strictement les règlements ou les stratégies d'investissement?

Les gérants de portefeuilles devraient certainement les respecter strictement. Puisque, outre la société de gestion de fonds, il existe la banque de gestion de fonds. Le mécanisme de gestion de fonds est sérieux. Les gérants de portefeuilles ne détiennent pas l'argent des investisseurs confié à la société de gestion du fonds. Ces montants sont conservés dans une banque dépositaire. La banque HSBC et Standard Chartered constituent les banques dépositaires. En fait, la banque HSBC dispose d'un code d'avertissement. Si les gérants de portefeuilles vont à l'encontre des règlements d'investissement, la banque dépositaire rédige une lettre d'avertissement. Chaque année, un représentant de HSBC participe à la réunion des fonds d'investissement. Il relève les erreurs des gérants de portefeuilles pendant l'année d'opération du fonds.

En fait, la gestion de fonds doit être une très transparente. Cela impose les gérants de portefeuilles à respecter strictement les règles de fonctionnement de fonds d'investissement. Car outre la gestion interne, il existe une la banque dépositaire chargée de surveiller les activités des gérants de portefeuilles.

Actuellement, au Vietnam, la gestion de fonds est si rigoureuse qu'il est difficile d'exercer la gestion de fonds car elle manque d'outils pour être en mise en place.

Actuellement, est – ce que votre fonds d'investissement repose sur le modèle Top - Down ou Bottom – Up ou un modèle flexible?

En fait, nous gérons beaucoup de fonds. Chaque fonds a une stratégie d'investissement particulière. Par conséquent, chaque stratégie d'investissement possède un modèle d'analyse propre. Cela dépend des besoins de l'investisseur. Par exemple, nous avons formé les fonds d'investissement en se basant sur les secteurs d'activité. Le client et nous, allons-nous accorder sur une sélection de secteur d'activité, donc, nous investirons d'une manière flexible.

Selon mes connaissances, les investisseurs institutionnels ont souvent une stratégie d'investissement à long terme, donc, leurs besoins d'information sont différents de ceux d'investisseur privé. Comment faites – vous ?

Une société de gestion de fonds a souvent de nombreux fonds différents. Il existe des fonds d'investissement de moins de 1 an seulement. La désignation de gérants de portefeuilles dépend de la capacité de chaque gérant de portefeuilles et des besoins du client. Pour chaque fonds, les objectifs d'investissement et les risques ont des caractéristiques spécifiques.

En fait, la société de gestion de fonds ne dispose pas d'une stratégie commune. Chaque fonds d'investissement est considéré comme une filiale. Chaque fonds aura une stratégie d'investissement particulière.

Dans chaque fonds, nous allons diviser le taux d'investissement pour chaque catégorie de titres. Par exemple, nous disposons de 100% d'obligations. Dans ce fonds, nous avons des obligations d'État, et de société. En outre, nous disposons aussi des fonds mixtes formant des obligations et des actions et nous avons un fonds de 100% d'actions.

Nous pensons que la réglementation de la gestion de fonds au Vietnam est assez moderne. Puisque le secteur de la gestion de fonds du Vietnam a été établi environ il y a 7-8 ans. Par conséquent, le fonds du Vietnam applique les connaissances et les expériences de l'étranger.

Pourriez-vous me dire quelques informations macro-économiques auxquelles un gérant de portefeuilles s'intéresse dans un fonds d'investissement?

Nous nous intéressons aux indicateurs principaux suivants: la croissance du PIB, l'inflation, les réserves de change et le taux de change. Par exemple, pendant la période de crise, les investisseurs s'intéressent à l'inflation mensuelle, au taux de change (problématiques relatives à l'importation et l'exportation). Quant à chaque étape, nous nous intéressons à chacune information concrète. Cependant, chaque gérant de portefeuilles a une propre vision. Certaines personnes s'intéressent à l'importation et l'exportation, tandis que d'autres sont préoccupées par le FDI (l'investissement direct à l'étranger).

Outre les gérants de portefeuilles, nous disposons d'une équipe de l'analyse qui fournit des informations très indépendantes. Chaque personne donne une prévision indépendante basée sur sa propre méthode.

Nous avons des séances de travail collectives visant à expliquer et argumenter les modèles prédictifs. Et puis, nous allons prendre une décision d'investissement basée sur ces modèles prédictifs.

Comment hiérarchisez – vous les indicateurs dans l'analyse macroéconomique?

Nous avons un modèle d'évaluation de perspective du marché. Dans ce modèle, premièrement, nous évaluons l'inflation, la croissance de PNB (Produit national brut), le taux de change. Nous nous reposons sur ces indicateurs pour faire des prévisions. Cette manière porte la nature qualitative.

En réalité, il existe de nombreuses informations différentes telles que informations formelles, informations informelles; informations payantes et informations gratuites; informations primaires et secondaires? Où prenez- vous les informations importantes?

Nous utilisons toutes sources d'information : payantes et gratuites. Par exemple: nous accédons au site du département de la statistique pour collecter les informations gratuites. En outre, nous utilisons aussi les informations payantes.

Nous n'utilisons pas les délits d'initiés¹⁹. Nous utilisons uniquement les informations formelles.

À propos de la qualité de l'information, préférez-vous utiliser les informations payantes ou gratuites?

Prioritairement, nous utilisons les informations non payantes. Car, les courtiers d'information achètent aussi les informations auprès des institutions de l'État et la réaction du marché du Vietnam n'est pas élevée.

Les informations payantes portent généralement sur la nature de ce que les investisseurs ne peuvent pas faire. Par exemple, les informations sur le secteur, l'entreprise et la statistique. Ces informations conduisent les investisseurs à perdre beaucoup de temps et de ressources pour la recherche.

Nous mettons les informations primaires dans le système d'analyse afin d'évaluer et de faire des rapports.

En outre, vous intéressez- vous aux informations publiées par les organisations étrangères?

Bien sûr, lors de l'investissement dans les secteurs liés au marché international, nous devons nous intéresser à ces informations dans les articles des journaux internationaux. Par exemple, nous investissons dans l'entreprise de caoutchouc du Vietnam. Le prix du caoutchouc du Vietnam dépend du celui du cours mondial, surtout de la Chine et du Japon. Le prix dépendra du taux de change de ces deux pays. Par conséquent, nous allons vérifier les articles sur les taux de change de ces deux pays et acheter les données à Bloomberg.

Selon nous, le marché de bourse est un marché d'interconnexion. Quand un fonds d'investissement ETF aux États-Unis vend des actions sur le marché, le prix des titres de certaines entreprises du Vietnam diminue. Par conséquent, il existe une interaction réelle entre les entreprises dans le monde. Les investisseurs vietnamiens doivent donc observer soigneusement les nouvelles du marché international, notamment, la dynamique des fonds d'investissement étrangers, car ils sont à l'origine étrangers mais influencent le marché de bourse Vietnamien.

A travers plusieurs interviews, je trouve que certains investisseurs rencontrent des difficultés dans la segmentation de secteur lors de leur *processus* d'analyse. Comment réalisez –votre analyse de secteur?

Actuellement, le Vietnam dispose de la norme de la classification par industrie. L'analyste est chargé d'analyser le secteur. Cette difficulté ne relève pas de l'entreprise cible. Par exemple, l'entreprise fait des activités dans deux secteurs tels que le caoutchouc et l'hydroélectricité. En fait, les investisseurs peuvent utiliser le système international de classification des industries,

¹⁹ Le délit d'initié est l'infraction (qualification pénale à l'article L465-1 CP) que commet l'initié qui effectue des opérations sur valeurs mobilières ou sur marchandises à l'égard desquelles il possède des informations privilégiées et dont il tire profit avant que ces informations soient connues du public.

appelé l'ICB (Industry classify Benchmark). Actuellement, nous utilisons ce système de façon habituelle.

L'analyse ici dépend de la capacité de l'analyste. L'analyste ne peut pas critiquer la structuration du capital de l'entreprise. Nous disposons d'un département de l'analyse de secteur et de la segmentation de secteur. Nous nous reposons sur les chiffres d'affaires visant à mettre l'entreprise dans le secteur concerné.

Au Vietnam, il existe de nombreux bons rapports de secteur. Un rapport de la vente peut s'élever à 2000 - 3000 dollars américains ce qui est normal.

Lors de votre analyse de secteur, quelles sont les informations auxquelles vous vous intéressez?

En principe, l'objectif d'investissement est de prendre des bénéfices. Par conséquent, nous allons prendre en considération la rentabilité du secteur pour le capital (ROE, ROA), le taux de la croissance du secteur, les chiffres d'affaires du secteur, le total des bénéfices de tous les secteurs.

Toutefois, ces chiffres ne sont pas souvent faciles à obtenir. Car, le système de comptabilité du Vietnam comprend deux systèmes numériques différents. Donc, la statistique est difficile à faire.

Dans un secteur, si l'entreprise fournit un chiffre exact, elle n'ose pas l'afficher sur le marché.

En plus, vous intéressez- vous aux informations sur la stratégie du secteur?

En général, nous nous intéressons aux informations à partir des matrices d'analyse stratégiques comme SWOT, les points forts, les points faibles, la structure de la chaîne de valeur. Par exemple, si l'entreprise s'exerce à l'industrie textile, nous recherchons à quelle filière de la chaîne de valeur cette entreprise appartient. Nous nous intéressons à la rentabilité de cette filière dans l'industrie textile du Vietnam, il existera un taux de rentabilité pour les sous-traitants, celui du processus de tricot, celui de la couture.

Lors de l'analyse de secteur, présentez-vous les coefficients d'évaluation pour chaque critère d'évaluation?

En fait, notre analyse dépend de chaque circonstance. Par exemple, pour l'investissement dans l'industrie du caoutchouc, nous nous intéressons à l'échelle de l'entreprise. Plus la ferme de caoutchouc est grande, c'est mieux. Et pour l'investissement dans l'industrie textile, nous nous intéressons au segment de marché. Par exemple, ce domaine comprend de nombreuses filières. Nous allons évaluer le taux de rentabilité de chaque filière pour prendre la décision d'investissement.

L'analyse de secteur dépendra de la nature de chaque secteur. Ensuite, quant à chaque secteur, nous donnerons les coefficients pour chaque critère d'évaluation. Toutefois, l'investissement financier le plus important est la croissance et la performance rentable. À partir de ces deux facteurs, nous allons attribuer les coefficients pour évaluer ce secteur.

Quelles sources d'information utilisez-vous afin d'analyser le secteur? Quelles sources d'information préférez-vous lors de l'analyse de secteur?

Nous avons une équipe propre d'analyse qui propose les rapports du secteur. En outre, nous allons acheter d'autres rapports du secteur.

Nous préférons les rapports de secteur faits par nous-mêmes, puis les rapports achetés et les informations gratuites.

Lors de l'évaluation de l'entreprise cible, quels sont les critères d'évaluation auxquels vous vous intéressez? Pourriez-vous hiérarchiser ces critères?

Lors de l'évaluation de l'entreprise cible, les indicateurs qui nous intéressent sont les suivants: les indicateurs financiers, puis les indicateurs de la gouvernance de l'entreprise et les indicateurs relatifs au marketing.

En réalité, nous nous intéressons bien aux indicateurs financiers. Si la performance financière de l'entreprise est bonne, nous investissons. Ensuite, la bonne gouvernance de la firme attire notre confiance pour la prise de décisions d'investissement. Les autres critères servent uniquement à la performance de la firme. Si l'entreprise mène à bien les faits, la performance de l'entreprise est assurée.

Nous prenons en considération les deux critères: la finance et la gouvernance d'entreprise. Comment faire de l'argent, ne nous intéresse pas beaucoup.

Quelles sont les sources d'information relatives à l'entreprise cible que vous collectez?

Nous collectons des informations de l'entreprise à partir des rapports financiers, des rencontres directes et des échanges avec les dirigeants de l'entreprise cible.

Les rencontres directs avec les dirigeants de la firme nous aident à éclairer certains doutes sur le bilan comptable. Par exemple : le stock en-cours, les rentabilités.

Cherchez – vous en plus les sources d'information fournies par les parties prenantes de l'entreprise cible?

Bien sûr, nous allons rencontrer les distributeurs de l'entreprise cible, ses créanciers et ses clients.

Lors de l'évaluation d'entreprise, avez-vous un modèle de l'évaluation des risques d'affaire de l'entreprise cible sur le marché ou non?

En fait, nous ne donnons pas un modèle d'évaluation. Nous examinons très attentivement et discutons ensemble les faits pour présenter les scénarios hypothétiques dans nos séances de travail collectives. En général, nous surveillons attentivement l'entreprise. Par exemple: dans le cas où l'entreprise s'exerce dans un secteur. Si elle tend à participer à un nouveau secteur, nous examinons attentivement si la capacité de cette entreprise peut s'adapter à l'évolution de ce nouveau secteur.

En outre, vous intéressez- vous à l'image des marchandises de l'entreprise sur le marché?

Oui. Bien que ce ne soit pas notre spécialité. Toutefois, nous allons surveiller et recueillir les avis des experts. Ceci dans le but d'évaluer si les marchandises se vendent bien ou non.

Est – ce que vous disposez d'un modèle de la surveillance psychologique d'investisseurs?

Oui. Quand nous investissons une action, son prix sera différent de sa valeur intrinsèque que nous évaluons. Par conséquent, nous allons prendre en compte les fluctuations de prix. En fait, nous ne sommes pas le seul investisseur sur les marchés. Par conséquent, nous devons surveiller la psychologie des autres investisseurs.

Selon vous, quels sont les facteurs qui exercent des impacts sur la psychologie de l'investisseur institutionnel du Vietnam?

En fait, il existe de nombreux facteurs, des informations macros. Le livre "les anomalies » présente les phénomènes psychologiques sur le marché boursier du Vietnam. À un moment donné, en mai, un investisseur a beaucoup vendu. Ce livre explique ce phénomène.

Privilégiez- vous l'information primaire (rumeur) à l'information secondaire (information traitée)?

En fait, il existe deux sources d'information pour l'investisseur. Il s'agit des informations publiées directement par l'entreprise (états financiers, bénéfices, informations des activités de l'entreprise) et celle publiées par l'équipe d'analyse. Aussi, il existe un autre facteur macroéconomique. Dans de nombreux cas, l'investisseur vend des actions indépendamment des effets du marché. Cela se produit lorsque le marché est en chute.

Nous pensons que les investisseurs vietnamiens adoptent aussi les lois et les méthodes d'analyse du monde. Toutefois, ils sont affectés par la mentalité de troupeau. Leurs décisions d'investissement ne s'appuient largement que sur les transactions d'un indicateur. Les investisseurs ne peuvent pas compter sur une analyse macroéconomique, une analyse de secteur ou une analyse d'entreprise pour prendre des décisions. Par exemple: Certains investisseurs ont vendu des actions de AAA d'une valeur de 19,000 dongs. D'autres investisseurs ont également vendu d'une valeur de 19.000 dongs.

Entretien 5: Phan Anh Duy – PCFC Capital

Pourriez – vous me parler du mécanisme d'investissement de votre fonds d'investissement?

Pour chaque investisseur institutionnel ou privé, nous allons signer un accord d'investissement sur la base des besoins de l'investisseur. Actuellement, nous disposons de 2 fonds actifs. Chaque fonds a une politique d'investissement propre, une propre stratégie d'investissement, un niveau de frais propre de gestion. Il existe un fonds qui fonctionne depuis 5 ans. Cette année seulement, le frais de gestion des fonds et les actifs de notre fonds est en baisse. Par conséquent, le montant total de notre portefeuille d'investissement a également diminué en raison des conditions objectives et subjectives du marché.

Outre la gestion de fonds, la gestion de portefeuille d'investissement apporte des bénéfices énormes pour les sociétés de gestion de fonds. Ce segment joue un rôle très important dans notre société de gestion de fonds. Il existe beaucoup de portefeuille d'investissement provenant des privés et des institutions. Dans ces portefeuilles, nous investissons dans des obligations de l'entreprise, des obligations d'Etat, des actions cotées, investissement OTC,...

À propos de la réglementation de la gestion de la liste d'investissement, nous avons souvent le contrat dans lequel nous et notre client nous accordons sur les stratégies d'investissement, les processus d'investissement. Pour chaque investissement, nous demandons l'avis des clients. Si les investissements dépassent la réglementation, nous devons consulter l'avis de l'assemblée générale des actionnaires. Par exemple, pour les investissements de milliards.

En fait, nous possédons deux comités principaux. Un comité est chargé de développer le marché. L'autre est le comité d'investissement.

Dans le comité d'investissement, nous disposons d'une chambre spécialisée pour faire l'analyse, le rapport, le calcul des indices. Les rapports d'analyse sont conçus selon les besoins de l'investisseur.

Le comité d'investissement se base sur les rapports du département d'analyse pour évaluer et créer les produits financiers. Ensuite, ces produits sont livrés au comité de développement du marché pour chercher des clients.

Lors de la prise de décision d'investissement, le prix de l'action d'un titre dans votre portefeuille est susceptible d'augmenter. Selon les dispositions dans le contrat, si les bénéfices d'une action augmentent de 20%, donc, devriez-vous procéder à la vente des actions pour prendre les bénéfices. Respectez- vous les règlements?

Bien sûr, nous devons respecter à 100% les règlements. Car nous ne donnons que des indications et des recommandations, les décisions appartiennent à l'investisseur.

Actuellement, nous n'acceptons pas le procédé fiduciaire de l'argent et des titres à 100% des clients parce que le marché financier est instable pour éviter les risques sur le marché financier.

L'année dernière, un client a retiré beaucoup de capitaux. Dans de nombreux cas, quelques clients ont retiré à plus de 50% du capital dans l'investissement de fonds.

Actuellement, possédez-vous du capital propre pour créer un fonds d'investissement?

Oui. Toutefois, cela n'est pas appelé un fonds, donc, c'est un portefeuille d'investissement (175 milliards de dongs).

Actuellement, nous investissons moins dans les actions cotées. Nous investissons seulement dans des obligations pour assurer la source de capital.

Dans l'analyse macroéconomique, quels sont les indices auxquels vous vous intéressez et comment les classez-vous selon l'importance de la détermination de tendance du marché?

Nous classons les indicateurs selon l'ordre suivant:

- 1, Indice des prix,
- 2, Inflation,
- 3, Balance commerciale
- 4, Investissement direct à l'étranger (FDI)

Comment prenez-vous la source d'information lors de l'analyse macro-économique ?

Nous prenons les informations provenant des directions générales de la statistique, des organisations publiques telles que le ministère de l'industrie et du commerce, le ministère du plan et de l'investissement...

En plus, nous les prenons aussi de grandes institutions financières comme HSBC, de grandes banques du Vietnam comme ANZ.

Ensuite, nous les prenons aussi des grandes sociétés de bourse ou d'autres sociétés de la gestion du fonds. Enfin, nous prenons également les données de la presse, des organisations internationales telles que Bloomberg ou Reuter.

Est – ce que vous comparez la qualité de l'information de la direction générale de la statistique et des presses étrangères? Comment vous sentez-vous?

En fait, bien de personnes pensent que les sources étrangères d'information sont plus crédibles. Selon moi, ce n'est pas le cas. Actuellement, au Vietnam, il existe grand nombre de bonnes sources d'information.

Lors de l'analyse macro-économique, nous obtenons les données de nombreuses sources d'information, et pas nécessairement d'une source unique, par exemple: l'indice des prix, nous le prenons de la direction générale de la statistique. L'indice de la balance commerciale, nous le prenons du ministère de l'industrie et du commerce. En outre, Bloomberg ou Reuter lance également certains indices tels que la concurrence commerciale. Nous consultons aussi leurs indices.

Comment estimez- vous le niveau de transparence de l'information au Vietnam ?

Actuellement, le niveau de transparence de l'information au Vietnam est encore faible. Dans de nombreux cas, certaines entreprises cachent des informations à leurs actionnaires. En principe, les entreprises devraient publier des informations à l'investisseur, mais elles font exprès d'ignorer des informations. Ce qui rend difficile la saisie des informations et l'analyse de l'entreprise vietnamienne.

Je pense que les investisseurs devraient aller dans les entreprises afin de saisir les informations et ne pas les collecter sur internet.

Comment réalisez – vous l'analyse ?

En fait, nous nous reposons sur le marché de l'entreprise cible auquel elle participe. Et puis, nous analysons ce secteur.

Nous nous reposons sur la stratégie de cette entreprise. Dans certains cas, l'entreprise se développe à court terme ou à long terme, donc, nous mettons en place l'évaluation, l'analyse de secteur. Par exemple: l'entreprise A investit dans le secteur du tourisme durant de 1 à 2 ans, donc, nous allons examiner ce secteur les 2-3 dernières années. Si cette entreprise investit à long terme dans ce secteur, nous allons l'examiner concrètement.

Nos analyses et prévisions sont données de manière incorrecte.

Dans l'analyse de secteur, nous allons choisir 5 entreprises typiques selon leurs parts de marché dans ce secteur. Nous suivons la tendance de ces entreprises dans l'avenir. En outre, nous évaluons le prix des actions, le niveau des transactions de ces 5 entreprises. Puis, nous évaluons la société cible par rapport aux 5 autres sociétés. Et puis, nous estimons si l'entreprise est potentielle à investir.

Pour investir dans cette entreprise selon la stratégie à court terme, nous prenons en considération les mutations de prix sur le marché. Si la stratégie d'investissement est appliquée à long terme, nous observons les informations du marché pour évaluer les plans de l'entreprise proposés et la mise en œuvre de ces plans. Lors de l'analyse de secteur à long terme, nous allons nous reposer sur l'information dans le passé de ces 3 dernières années.

Est – ce que vous utilisez les analyses de matrice stratégiques dans l'analyse de secteur?

Oui. Nous n'utilisons que le modèle SWOT. Il s'agit du modèle le plus populaire. Nous n'utilisons pas les autres modèles car nous nous intéressons principalement à l'analyse de l'entreprise cible.

Nous réalisons une analyse de secteur de façon générale. Selon moi, l'analyse de secteur a beaucoup d'informations. Mais l'analyse de l'entreprise cible est limitée, car elle possède peu d'informations.

Lorsque nous comparons certaines analyses de secteur à quelques autres sociétés de gestion de fonds, nous trouvons que la qualité de ces analyses est bonne. Nous mettons donc en place leurs analyses et ne perdons pas de temps pour analyser le secteur. Par conséquent, nous ne prenons en considération que l'analyse de l'entreprise cible.

Lors de l'analyse de l'entreprise cible, le plus important est d'obtenir les informations correctes. Nous nous reposons sur les rapports financiers audités. Nous nous intéressons aux informations de transaction, notamment les informations de transaction interne des actionnaires sur le marché boursier. Et puis, nous surveillons les opérations du comité de la direction générale de l'entreprise cible.

Lors de l'examen des rapports financiers, désignez-vous une personne chargée de vérifier la qualité de l'information dans ces états financiers?

En fait, nous ne prenons en considérations que les rapports financiers audités. Ensuite, nous enregistrons les données dans un fichier Excel pour calculer les indicateurs, vérifions leur bilan pour voir l'exactitude des données. Après l'étape de la vérification, si la tolérance est acceptable, nous commençons à analyser.

Pourriez-vous me dire le processus d'analyse d'une entreprise?

Nous trouvons les informations concernant l'introduction générale de l'entreprise cible, ses objectifs, sa structure des actionnaires. Puis, nous présentons les indicateurs financiers tels qu'EPS, ROA, ROE Cette étape est appelée l'analyse financière. Ensuite, nous analysons les plans des activités de l'entreprise. Pour cette analyse, nous collectons les informations dans les rapports des actionnaires, rapports annuels. Ces rapports montrent souvent l'évaluation du plan d'affaire de l'entreprise cible de l'année dernière et l'orientation de l'année prochaine.

Pourriez- vous hiérarchiser les critères d'évaluation de l'entreprise cible dans votre processus d'investissement?

Nous hiérarchisons les critères d'évaluation de l'entreprise cible dans l'ordre suivant:

1. Indicateurs financiers
2. Indicateurs du chiffre d'affaire, des activités de production.
3. Gouvernance d'entreprise
4. Stratégie marketing
5. Responsabilité sociale

Nous ne nous intéressons pas aux activités concernant la responsabilité sociale car cette dernière porte les caractéristiques de marketing. Ainsi, ce critère n'affecte pas notre prise de décision. Nous nous appuyons largement sur les indicateurs financiers pour évaluer la performance financière, notamment les opérations de financement et celles d'investissement de l'entreprise cible sur les marchés financiers et les marchés de biens et de services. Cela nous aide à évaluer si l'entreprise cible est rentable et en croissance. Ensuite, nous nous intéressons aux indicateurs des activités de production, à ceux du chiffre d'affaire de la firme. Nous ne choisissons pas une entreprise qui s'exerce en dehors des secteurs de base pour investir.

Comment collectez – vous les informations sur l'entreprise ?

Nous collectons les informations des rapports de l'entreprise, des rapports financiers, les annonces de l'entreprise, des forums, des commissions des opérations de bourse (COB).

En outre, nous désignons une personne pour faire le rapport sur les actions fluctuantes pour le comité de direction dans une semaine et un mois.

Après la collecte de l'information, nous proposons des estimations sur les risques et opportunités de l'entreprise cible dans les rapports. Et puis, nous envoyons ces rapports aux investisseurs pour qu'ils prennent des décisions.

Est – ce que vous consultez les avis des experts économiques?

Oui, nous consultons également leurs avis pour examiner comment le contexte économique évolue. Toutefois, cela n'est pas trop important.

Lors de la prise de décisions d'investissement, faites-vous attention aux rumeurs sur les problèmes dans votre entreprise?

Nous faisons attention aux rumeurs de l'entreprise lors de la prise des décisions d'investissement. Cependant, nous les considérons seulement après les informations relatives aux performances financières et aux activités stratégiques de l'entreprise cible.

Réalisez- vous une méthode de détermination de la psychologie de l'investisseur sur le marché aujourd'hui?

En fait, nous nous reposons sur une théorie financière afin d'évaluer la valeur des actions. Pour l'évaluation du prix des titres sur le marché boursier, nous estimons les bénéfices attendus pour des titres de l'entreprise cible. Nous définissons deux niveaux : l'un pour déterminer le prix de vente en reprenant les bénéfices, l'autre est utilisé pour déterminer le prix d'achat.

Comment évaluez – vous l'image / la réputation de l'entreprise dans votre prise de décisions d'investissement?

Actuellement, je pense que le problème sur la marque au Vietnam n'a pas été apprécié. Au Vietnam, il existe très peu d'entreprises dont la marque a une grande valeur.

En fait, nous évaluons facilement la valeur tangible de l'entreprise car nous nous reposons sur les indicateurs financiers, économiques pour évaluer, l'image / la réputation de l'entreprise ce qui est très difficile à déterminer, car cette valeur de l'image / la réputation de l'entreprise est considérée comme valeur intangible.

La valeur intangible de l'entreprise exerce des impacts sur la valeur des actions de façon variée. Dans certains cas, cet effet se produit immédiatement et a un impact fort. Dans d'autres cas, elle a un impact après un certain temps. Par conséquent, il est difficile d'évaluer la valeur intangible de l'entreprise.

III. Annexe 3 : Tableau : Sources d'informations disponibles concernant Vinh Hoan et son environnement.

Types de sources d'informations	Informations disponibles
Site d'entreprise privée Coût d'accès : Gratuit	Informations diverses : <ul style="list-style-type: none">• Domaines d'activités• Fiches d'identités• Catalogues

Types de sources d'informations	Informations disponibles
	<ul style="list-style-type: none"> • Actions de développement durable.. • Réseaux de distribution. • Partenaires. • Relation d'actionnaires
Annuaire Coût d'accès :Gratuit	Informations légales de l'entreprise -Fiches d'identité de l'entreprise
General Business Internet Ressources – Bourse – Finance Coût d'accès :Gratuit	Informations à la disposition des veilleurs : - Rapports annuels sur l'entreprise cible cotée en bourse (Vinh Hoan). - Etudes prospectives de l'entreprises. - Documents publics: procès verbaux des assemblées générales; rapports des commissaires aux comptes ; décisions d'émission et transactions de titres sur les marchés financiers,
Courtiers en information Coût d'accès : Gratuit/payant	Les informations financières, économiques, technologiques sociales et environnementales concernant Vinh Hoan et le secteur d'aquaculture: <ul style="list-style-type: none"> • Documents comptables • Actualités • Avis et prévisions sur les évolutions tendancielle des cotations • Etude de marché
Agences d'audit Coût d'accès :Gratuit/payant	Avis et informations légales sur le secteur de l'aquaculture et autres domaines. Informations informelle sur l'entreprise cible (Vinh Hoan)
Sites des institutions d'Etat Coût d'accès : Gratuit	les règlements, les lois, les coopérations internationales ainsi que certaines études économiques afférentes aux secteurs d'activité de Vinh Hoan (secteur de l'aquaculture).
Organismes statistiques Coût d'accès : Gratuit/payant	Informations statistiques concernant les structures des entreprises et leurs implantations géographiques dans le secteur de l'aquaculture
Forums Coût d'accès :Gratuit	Informations multiformes aux niveaux sectoriels, méso-économiques et macroéconomiques (données financières, rapports sociaux, environnement, technologie...).
Presse vietnamienne Coût d'accès : Gratuit/payant	Les informations pertinentes (générales et spécialisées) et actualisées concernant de multiples domaines. <ul style="list-style-type: none"> • Commerce, économie et finance • Marketing, gestion • Lois • Différents domaines sectoriels.
Syndicats et associations Coût d'accès :Gratuit/payant	Nombreuses informations disponibles à la disposition des investisseurs, telles que :

Types de sources d'informations	Informations disponibles
	- Annuaire des associations Vietnamiennes. - Lois et informations légales. - Informations sur des sujets spécifiques - Etude sur les domaines d'activité stratégiques.
Sites de recrutement Coût d'accès : Gratuit	Les informations concernant les offres d'emploi de l'entreprise cible cotée en bourse : Conditions de travail, Critères de choix des candidats, Postes de travail.
Réseaux sociaux Coût d'accès : Gratuit.	Les informations fournies permettent aux veilleurs d'élargir leurs champs relationnels et d'obtenir de nombreuses informations sur une multitude de domaines concernant l'entreprise cible.
Bases de données Coût d'accès : Gratuit/payant	Les informations concernant les technologies et les entreprises vietnamiennes <ul style="list-style-type: none"> • Brevets • Marques & Modèles des produits

I.V Annexe 4 : Dictionnaire de valence spécialisé en matière de la finance.

Numéro	mot	valence	55	baisseriez	20
1	augmenter	43	56	baisserions	20
2	augmente	43	57	baisserons	20
3	augmentes	43	58	baisseront	20
4	augmentons	43	59	baisses	20
5	augmentez	43	60	baissés	20
6	augmentent	43	61	baissez	20
7	augmenté	43	62	baissiez	20
8	augmentais	43	63	baissions	20
9	augmentait	43	64	baissons	20
10	augmentions	43	65	résultat	48
11	augmentiez	43	66	résultats	48
12	augmentaient	43	67	prêts	16
13	augmentai	43	68	prêt	16
14	augmentas	43	69	crédit	38
15	augmenta	43	70	crédits	38
16	augmentâmes	43	71	proportion	37
17	augmentâtes	43	72	proportions	37
18	augmentèrent	43	73	acheter	58
19	augmenterai	43	74	achète	58
20	augmenteras	43	75	achètes	58
21	augmentera	43	76	achetons	58
22	augmenterons	43	77	achetez	58

23	augmenterez	43	78	achètent	58
24	augmenteront	43	79	acheté	58
25	baissér	20	80	achetais	58
26	baissa	20	81	achetaît	58
27	baissai	20	82	achetions	58
28	baissaient	20	83	achetiez	58
29	baissais	20	84	achetaient	58
30	baissait	20	85	achetai	58
31	baissâmes	20	86	achetas	58
32	abaissant	20	87	acheta	58
33	baissas	20	88	achetâmes	58
34	baissasse	20	89	achetâtes	58
35	baissassent	20	90	achetèrent	58
36	baissasses	20	91	achèterai	58
37	baissassiez	20	92	achèteras	58
38	baissassions	20	93	achètera	58
39	baissât	20	94	achèterons	58
40	baissâtes	20	95	achèterez	58
41	baisse	20	96	achèteront	58
42	baissé	20	97	achèterais	58
43	baissée	20	98	achèterait	58
44	baissées	20	99	achèterions	58
45	baissent	20	100	achèteriez	58
46	baissér	20	101	achèteraient	58
47	baissera	20	102	achetions	58
48	baisserai	20	103	achetiez	58
49	baisseraient	20	104	achètent	58
50	baisserais	20	105	achetasse	58
51	baisserait	20	106	achetasses	58
52	baisseras	20	107	achetât	58
53	baissèrent	20	108	achetassions	58
54	baisserez	20	109	achetassiez	58
110	achetassent	58	165	maintint	39
111	achetant	58	166	maintînmes	39
112	vend	21	167	maintîntes	39
113	vendaient	21	168	maintinrent	39
114	vendais	21	169	maintiendrai	39
115	vendait	21	170	maintiendras	39
116	vendant	21	171	maintiendra	39
117	vende	21	172	maintiendrons	39
118	vendent	21	173	maintiendrez	39
119	vendes	21	174	maintiendront	39
120	vendez	21	175	maintiendrais	39
121	vendiez	21	176	maintiendrait	39
122	vendîmes	21	177	maintiendrions	39
123	vendions	21	178	maintiendriez	39
124	vendirent	21	179	maintiendraient	39
125	vendis	21	180	maintienne	39
126	vendisse	21	181	maintiennes	39
127	vendissent	21	182	maintenions	39
128	vendisses	21	183	mainteniez	39

129	vendissiez	21	184	maintiennent	39
130	vendissions	21	185	maintinsse	39
131	vendit	21	186	maintinsses	39
132	vendît	21	187	maintînt	39
133	vendîtes	21	188	maintinssions	39
134	vendons	21	189	maintinssiez	39
135	vendra	21	190	maintinssent	39
136	vendrai	21	191	maintenant	39
137	vendraient	21	192	location	35
138	vendrais	21	193	louer	35
139	vendrait	21	194	loue	35
140	vendras	21	195	loues	35
141	vendre	21	196	louons	35
142	vendrez	21	197	louez	35
143	vendriez	21	198	louent	35
144	vendrions	21	199	loué	35
145	vendrons	21	200	louais	35
146	vendront	21	201	louait	35
147	vends	21	202	louions	35
148	vendu	21	203	louiez	35
149	vendue	21	204	louaient	35
150	vendues	21	205	louai	35
151	vendus	21	206	louas	35
152	maintenir	39	207	loua	35
153	maintiens	39	208	louâmes	35
154	maintient	39	209	louâtes	35
155	maintenons	39	210	louèrent	35
156	maintenez	39	211	louerai	35
157	maintiennent	39	212	loueras	35
158	maintenu	39	213	louera	35
159	maintenais	39	214	louerons	35
160	maintenait	39	215	louerez	35
161	maintenions	39	216	loueront	35
162	mainteniez	39	217	louerais	35
163	maintenaient	39	218	louerait	35
164	maintins	39	219	louerions	35
220	loueriez	35	275	investir	49
221	loueraient	35	276	investis	49
222	louions	35	277	investit	49
223	louiez	35	278	investissons	49
224	louasse	35	279	investissez	49
225	louasses	35	280	investissent	49
226	louât	35	281	investi	49
227	louassions	35	282	investissais	49
228	louassiez	35	283	investissait	49
229	louassent	35	284	investissions	49
230	louant	35	285	investissiez	49
231	remboursement	46	286	investissaient	49
232	rembourser	46	287	investîmes	49
233	rembourse	46	288	investîtes	49
234	rembourses	46	289	investirent	49

235	remboursons	46	290	investirai	49
236	remboursez	46	291	investiras	49
237	remboursent	46	292	investira	49
238	remboursé	46	293	investirons	49
239	remboursais	46	294	investirez	49
240	remboursait	46	295	investiront	49
241	remboursions	46	296	investirais	49
242	remboursiez	46	297	investirait	49
243	remboursaient	46	298	investirions	49
244	remboursai	46	299	investiriez	49
245	remboursas	46	300	investiraient	49
246	remboursa	46	301	investisse	49
247	remboursâmes	46	302	investisses	49
248	remboursâtes	46	303	investissant	49
249	remboursèrent	46	304	affaires	40
250	rembourserai	46	305	affaire	40
251	rembourseras	46	306	Immobilier	35
252	remboursera	46	307	immobiliers	35
253	rembourserons	46	308	tendances	38
254	rembourserez	46	309	tendance	38
255	rembourseront	46	310	tendre	38
256	rembourserais	46	311	tends	38
257	rembourserait	46	312	tend	38
258	rembourserions	46	313	tendons	38
259	rembourseriez	46	314	tendez	38
260	rembourseraient	46	315	tendent	38
261	remboursasse	46	316	tendu	38
262	remboursasses	46	317	tendais	38
263	remboursât	46	318	tendait	38
264	remboursassions	46	319	tendions	38
265	remboursassiez	46	320	tendiez	38
266	remboursassent	46	321	tendaient	38
267	remboursant	46	322	tendis	38
268	revenu	50	323	tendit	38
269	revenus	50	324	tendîmes	38
270	prêt	45	325	tendîtes	38
271	prêts	45	326	tendirent	38
272	salaire	50	327	tendrai	38
273	salaires	50	328	tendras	38
274	investissement	49	329	tendra	38
330	tendrons	38	385	bénéficieraient	56
331	tendrez	38	386	bénéficiions	56
332	tendront	38	387	bénéficiiez	56
333	tendrais	38	388	bénéficiasse	56
334	tendrait	38	389	bénéficiasses	56
335	tendrions	38	390	bénéficiât	56
336	tendriez	38	391	bénéficiassions	56
337	tendraient	38	392	bénéficiassiez	56
338	tende	38	393	bénéficiassent	56
339	tendes	38	394	bénéficiant	56
340	tendions	38	395	impôt	27

341	tendiez	38	396	imposa	27
342	tendisse	38	397	imposai	27
343	tendisses	38	398	imposaient	27
344	tendît	38	399	imposais	27
345	tendissions	38	400	imposait	27
346	tendissiez	38	401	imposâmes	27
347	tendissent	38	402	imposant	27
348	tendant	38	403	imposante	27
349	inventaire	18	404	imposantes	27
350	inventaires	18	405	imposants	27
351	revenu	48	406	imposas	27
352	revenus	48	407	imposasse	27
353	net	36	408	imposassent	27
354	nets	36	409	imposasses	27
355	bénéfice	56	410	imposassiez	27
356	bénéficier	56	411	imposassions	27
357	bénéficie	56	412	imposât	27
358	bénéficions	56	413	imposâtes	27
359	bénéficies	56	414	impose	27
360	bénéficz	56	415	imposé	27
361	bénéficient	56	416	imposée	27
362	bénéficié	56	417	imposées	27
363	bénéficiais	56	418	imposent	27
364	bénéficiait	56	419	imposer	27
365	bénéficiions	56	420	imposera	27
366	bénéficiiez	56	421	imposerai	27
367	bénéficiaient	56	422	imposeraient	27
368	bénéficiai	56	423	imposerais	27
369	bénéficias	56	424	imposerait	27
370	bénéficia	56	425	imposeras	27
371	bénéficiâmes	56	426	imposèrent	27
372	bénéficiâtes	56	427	imposerez	27
373	bénéficièrent	56	428	imposeriez	27
374	bénéficié	56	429	imposerions	27
375	bénéficierai	56	430	imposerons	27
376	bénéficieras	56	431	imposeront	27
377	bénéficiera	56	432	imposes	27
378	bénéficierons	56	433	imposés	27
379	bénéficierez	56	434	imposez	27
380	bénéficieront	56	435	imposiez	27
381	bénéficierais	56	436	impositions	27
382	bénéficierait	56	437	imposons	27
383	bénéficierions	56	438		37
384	bénéficieriez	56		après	
439	avant	41	494	perdit	16
440	atteindre	46	495	perdîmes	16
441	atteins	46	496	perdîtes	16
442	atteint	46	497	perdirent	16
443	atteignons	46	498	perdrai	16
444	atteignez	46	499	perdras	16
445	atteignent	46	500	perdra	16

446	atteint	46	501	perdrons	16
447	atteignais	46	502	perdrez	16
448	atteignait	46	503	perdront	16
449	atteignons	46	504	perdrais	16
450	atteigniez	46	505	perdrait	16
451	atteignaient	46	506	perdrions	16
452	atteignis	46	507	perdriez	16
453	atteignit	46	508	perdraient	16
454	atteignîmes	46	509	perde	16
455	atteignîtes	46	510	perdes	16
456	atteignirent	46	511	perdions	16
457	atteindrai	46	512	perdiez	16
458	atteindras	46	513	perdent	16
459	atteindra	46	514	perdisse	16
460	atteindrons	46	515	perdissez	16
461	atteindrez	46	516	perdît	16
462	atteindront	46	517	perdissons	16
463	atteindrais	46	518	perdissez	16
464	atteindrait	46	519	perdisse	16
465	atteindrions	46	520	perdant	16
466	atteindriez	46	521	gain	63
467	atteindraient	46	522	gains	63
468	atteigne	46	523	gagna	63
469	atteignes	46	524	gagnai	63
470	atteignons	46	525	gagnaient	63
471	atteigniez	46	526	gagnais	63
472	atteignent	46	527	gagnait	63
473	atteignisse	46	528	gagnâmes	63
474	atteignisses	46	529	gagnant	63
475	atteignît	46	530	gagnas	63
476	atteignissions	46	531	gagnasse	63
477	atteignissiez	46	532	gagnassent	63
478	atteignissent	46	533	gagnasses	63
479	atteignant	46	534	gagnassiez	63
480	perte	16	535	gagnassions	63
481	perdre	16	536	gagnât	63
482	perds	16	537	gagnâtes	63
483	perd	16	538	gagne	63
484	perdons	16	539	gagné	63
485	perdez	16	540	gagnée	63
486	perdent	16	541	gagnées	63
487	perdu	16	542	gagnent	63
488	perdais	16	543	gagner	63
489	perdait	16	544	gagnera	63
490	perdions	16	545	gagnerai	63
491	perdiez	16	546	gagneraient	63
492	perdaient	16	547	gagnerais	63
493	perdis	16	548	gagnerait	63
549	gagneras	63	603	produits	40
550	gagnèrent	63	604	avantage	57
551	gagnerez	63	605	avantages	57

552	gagneriez	63	606	concurrence	29
553	gagnerions	63	607	marché	41
554	gagnerons	63	608	marchés	41
555	gagneront	63	609	situation	35
556	gagnes	63	610	problèmes	18
557	gagnés	63	611	problèmes	18
558	gagnez	63	612	général	38
559	gagniez	63	613	généraux	38
560	gagnions	63	614	renforcer	43
561	gagnons	63	615	renforce	43
562		55	616	renforces	43
563	projets	55	618	renforcez	43
564	synchronisation	43	619	renforcent	43
565	synchronise	43	620	renforçais	43
566	synchronises	43	621	renforçait	43
567	synchronisons	43	622	renforçons	43
568	synchronisez	43	623	renforciez	43
569	synchronisent	43	624	renforçaient	43
570	synchronisé	43	625	renforçai	43
571	synchronisais	43	626	renforças	43
572	synchronisait	43	627	renforça	43
573	synchronisions	43	628	renforçâmes	43
574	synchronisiez	43	629	renforçâtes	43
575	synchronisaient	43	630	renforcèrent	43
576	synchronisai	43	631	renforcerai	43
577	synchronisas	43	632	renforceras	43
578	synchronisa	43	633	renforcera	43
579	synchronisâmes	43	634	renforcerons	43
580	synchronisâtes	43	635	renforcerez	43
581	synchronisèrent	43	636	renforceront	43
582	synchroniserai	43	637	renforcé	43
583	synchroniseras	43	638	renforcerais	43
584	synchronisera	43	639	renforcerait	43
585	synchroniserons	43	640	renforcerions	43
586	synchroniserez	43	641	renforceriez	43
587	synchroniseront	43	642	renforceraient	43
588	synchroniserais	43	643	renforçasse	43
589	synchroniserait	43	644	renforçasses	43
590	synchroniserions	43	645	renforçât	43
591	synchroniseriez	43	646	renforçassions	43
592	synchroniseraient	43	647	renforçassiez	43
593	synchronisasse	43	648	renforçassent	43
594	synchronisasses	43	649	renforçant	43
595	synchronisât	43	650	améliorer	46
596	synchronisassions	43	651	améliore	46
597	synchronisassiez	43	652	améliores	46
598	synchronisassent	43	653	améliorons	46
599	synchronisant	43	654	améliorez	46
600	synchroniser	43	655	améliorent	46
601	prix	30	656	améliorais	46

602	produit	40	657	améliorait	46
658	améliorions	46	713	transformerez	44
659	amélioriez	46	714	transformeront	44
660	amélioraient	46	715	transformé	44
661	améliorai	46	716	transformerais	44
662	amélioras	46	717	transformerait	44
663	améliora	46	718	transformerions	44
664	améliorâmes	46	719	transformeriez	44
665	améliorâtes	46	720	transformeraient	44
666	améliorèrent	46	721	transformasse	44
667	améliorerais	46	722	transformasses	44
668	amélioreras	46	723	transformât	44
669	améliorera	46	724	transformassions	44
670	améliorerons	46	725	transformassiez	44
671	améliorez	46	726	transformassent	44
672	amélioreront	46	727	transformant	44
673	améliorerais	46	728	qualité	45
674	améliorerait	46	729	changement	44
675	améliorerions	46	730	changements	44
676	amélioriez	46	731	change	44
677	amélioreraient	46	732	changé	44
678	améliorasse	46	733	changea	44
679	améliorasses	46	734	changeai	44
680	améliorât	46	735	changeaient	44
681	améliorassions	46	736	changeais	44
682	améliorassiez	46	737	changeait	44
683	améliorassent	46	738	changeâmes	44
684	amélioré	46	739	changeant	44
685	améliorant	46	740	changeas	44
686	gestion	44	741	changeasse	44
687	épargne	44	742	changeassent	44
688	épargnes	44	743	changeasses	44
689	frais	23	744	changeassiez	44
690	matériels	33	745	changeassions	44
691	matériel	33	746	changeât	44
692	transformer	44	747	changeâtes	44
693	transforme	44	748	changée	44
694	transformes	44	749	changées	44
695	transformons	44	750	changement	44
696	transformez	44	751	changements	44
697	transforment	44	752	changent	44
698	transformais	44	753	changeons	44
699	transformait	44	754	changer	44
700	transformions	44	755	changera	44
701	transformiez	44	756	changerai	44
702	transformaient	44	757	changeraient	44
703	transformai	44	758	changerais	44
704	transformas	44	759	changerait	44
705	transforma	44	760	changeras	44
706	transformâmes	44	761	changèrent	44

707	transformâtes	44	762	changerez	44
708	transformèrent	44	763	changeriez	44
709	transformerai	44	764	changerions	44
710	transformeras	44	765	changerons	44
711	transformera	44	766	changeront	44
712	transformerons	44	767	changes	44
768	changés	44	823	demandât	38
769	changez	44	824	demandâtes	38
770	changiez	44	825	demande	38
771	changions	44	826	demandé	38
772	modèles	36	827	demandée	38
773	modèle	36	828	demandées	38
774	correspondre	47	829	demandent	38
775	corresponds	47	830	demander	38
776	correspond	47	831	demandera	38
777	correspondons	47	832	demanderais	38
778	correspondiez	47	833	demanderaient	38
779	correspondent	47	834	demanderais	38
780	correspondu	47	835	demanderait	38
781	correspondais	47	836	demanderas	38
782	correspondait	47	837	demandèrent	38
783	correspondions	47	838	demanderez	38
784	correspondiez	47	839	demanderiez	38
785	correspondaient	47	840	demandierions	38
786	correspondis	47	841	demandierons	38
787	correspondit	47	842	demandieront	38
788	correspondîmes	47	843	demandes	38
789	correspondîtes	47	844	demandés	38
790	correspondirent	47	845	demandez	38
791	correspondrai	47	846	demandiez	38
792	correspondras	47	847	demandions	38
793	correspondra	47	848	demandons	38
794	correspondrons	47	849	soins	49
795	correspondrez	47	850	soigner	49
796	correspondront	47	851	soigne	49
797	correspondrais	47	852	soignes	49
798	correspondrait	47	853	soignons	49
799	correspondrions	47	854	soignez	49
800	correspondriez	47	855	soignent	49
801	correspondraient	47	856	soignais	49
802	corresponde	47	857	soignait	49
803	correspondes	47	858	soignions	49
804	correspondisse	47	859	soigniez	49
805	correspondisses	47	860	soignaient	49
806	correspondissions	47	861	soignai	49
807	correspondissiez	47	862	soignas	49
808	correspondissent	47	863	soigna	49
809	correspondant	49	864	soignâmes	49
810	demande	41	865	soignâtes	49
811	demandai	38	866	soignèrent	49
812	demandaient	38	867	soignerai	49

813	demandais	38	868	soigneras	49
814	demandait	38	869	soignera	49
815	demandâmes	38	870	soignerons	49
816	demandant	38	871	soignerez	49
817	demandas	38	872	soigneront	49
818	demandasse	38	873	soignerais	49
819	demandassent	38	874	soignerait	49
820	demandasses	38	875	soignerions	49
821	demandassiez	38	876	soigneriez	49
822	demandassions	38	877	soigneraient	49
878	soigné	49	933	référence	40
879	soignasse	49	934	références	40
880	soignasses	49	935	clôture	40
881	soignât	49	936	maximal	45
882	soignassions	49	937	maximale	45
883	soignassiez	49	938	maximaux	45
884	soignassent	49	939	maximum	45
885	soignant	49	940	ouverture	40
886	bon	52	941	minimal	35
887	bons	52	942	minimale	35
888	bonne	52	943	minimaux	35
889	bonnes	52	944	minimum	35
890	bien	52	945	quantité	42
891	biens	52	946	transaction	50
892	dépréciation	27	947	transactions	50
893	déprécier	27	948	investisseur	41
894	déprécie	27	949	investisseurs	41
895	déprécies	27	950	étranger	44
896	déprécions	27	951	étrangère	44
897	dépréciez	27	952	étrangers	44
898	déprécient	27	953	risque	16
899	dépréciais	27	954	risques	16
900	dépréciait	27	955	rapport	40
901	dépréciions	27	956	rapports	40
902	dépréciiez	27	957	annuel	40
903	dépréciaient	27	958	annuelle	40
904	dépréciai	27	959	annuellement	40
905	déprécias	27	960	mensuel	37
906	déprécia	27	961	mensuelle	37
907	dépréciâmes	27	962	mensuellement	37
908	dépréciâtes	27	963	semestre	38
909	déprécièrent	27	964	semestriel	38
910	déprécié	27	965	activités	46
911	déprécierai	27	966	activité	46
912	déprécieras	27	967	actionnaires	39
913	dépréciera	27	968	actionnaire	39
914	déprécierons	27	969	dividende	46
915	dépréciez	27	970	dividendes	46
916	déprécieront	27	971	audit	30
917	déprécierais	27	972	plan	48
918	déprécierait	27	973	plans	48

919	déprécierions	27	974	plannification	55
920	déprécieriez	27	975	planifier	48
921	déprécieraient	27	976	planifie	48
922	dépréciasse	27	977	planifies	48
923	dépréciasses	27	978	planifions	48
924	dépréciât	27	979	planifiez	48
925	dépréciassions	27	980	planifient	48
926	dépréciassiez	27	981	planifiais	48
927	dépréciassent	27	982	planifiait	48
928	dépréciant	27	983	planifions	48
929	intérêt	25	984	planifiez	48
930	intérêts	25	985	planifiaient	48
931	mauvais	22	986	planifiai	48
932	découlant	31	987	planifias	48
988	planifia	48	1043	distribuât	40
989	planifiâmes	48	1044	distribuassions	40
990	planifiâtes	48	1045	distribuassiez	40
991	planifièrent	48	1046	distribuassent	40
992	planifierai	48	1047	distribuant	40
993	planifieras	48	1048	administrateur	38
994	planifiera	48	1049	administrateurs	38
995	planifierons	48	1050	administration	38
996	planifierez	48	1051	administrations	38
997	planifieront	48	1052	conseil	40
998	planifierais	48	1053	conseils	40
999	planifierait	48	1054	conseiller	40
1000	planifierions	48	1055	conseillers	40
1001	planifieriez	48	1056	conseille	42
1002	planifieraient	48	1057	conseilles	42
1003	planifiasse	48	1058	conseillons	42
1004	planifiasses	48	1059	conseillez	42
1005	planifiât	48	1060	conseillent	42
1006	planifiassions	48	1061	conseillais	42
1007	planifiassiez	48	1062	conseillait	42
1008	planifiassent	48	1063	conseillions	42
1009	planifiant	48	1064	conseilliez	42
1010	distribution	42	1065	conseillaient	42
1011	distributions	42	1066	conseillai	42
1012	distributeur	40	1067	conseillas	42
1013	distribuer	40	1068	conseilla	42
1014	distribue	40	1069	conseillâmes	42
1015	distribues	40	1070	conseillâtes	42
1016	distribuons	40	1071	conseillèrent	42
1017	distribuez	40	1072	conseillerai	42
1018	distribuent	40	1073	conseilleras	42
1019	distribuais	40	1074	conseillera	42
1020	distribuait	40	1075	conseillerons	42
1021	distribuions	40	1076	conseillerez	42
1022	distribuez	40	1077	conseilleront	42
1023	distribuaient	40	1078	conseillé	42
1024	distribuai	40	1079	conseillerais	42

1025	distribuas	40	1080	conseillerait	42
1026	distribua	40	1081	conseillerions	42
1027	distribuâmes	40	1082	conseilleriez	42
1028	distribuâtes	40	1083	conseilleraient	42
1029	distribuèrent	40	1084	conseillasse	42
1030	distribuerai	40	1085	conseillasses	42
1031	distribueras	40	1086	conseillât	42
1032	distribuera	40	1087	conseillassions	42
1033	distribuerons	40	1088	conseillassiez	42
1034	distribueriez	40	1089	conseillassent	42
1035	distribueront	40	1090	conseillant	42
1036	distribuerais	40	1091	contrôle	48
1037	distribuerait	40	1092	contrôles	48
1038	distribuerions	40	1093	contrôleur	40
1039	distribueriez	40	1094	contrôleurs	40
1040	distribueraient	40	1095	contrôler	48
1041	distribuasse	40	1096	contrôlons	48
1042	distribuasses	40	1097	contrôlez	48
1098	contrôlent	48	1153	votera	32
1099	contrôlais	48	1154	voterais	32
1100	contrôlait	48	1155	voteraient	32
1101	contrôlions	48	1156	voterais	32
1102	contrôliez	48	1157	voterait	32
1103	contrôlaient	48	1158	voteras	32
1104	contrôlai	48	1159	votèrent	32
1105	contrôlas	48	1160	voterez	32
1106	contrôla	48	1161	voteriez	32
1107	contrôlâmes	48	1162	voterions	32
1108	contrôlâtes	48	1163	voterons	32
1109	contrôlèrent	48	1164	voteront	32
1110	contrôlerai	48	1165	votes	32
1111	contrôleras	48	1166	votés	32
1112	contrôlera	48	1167	votez	32
1113	contrôlerons	48	1168	votiez	32
1114	contrôlerez	48	1169	votions	32
1115	contrôleront	48	1170	votons	32
1116	contrôlerais	48	1171	autorisé	43
1117	contrôlerait	48	1172	autorise	43
1118	contrôlerions	48	1173	autorises	43
1119	contrôleriez	48	1174	autorisons	43
1120	contrôleraient	48	1175	autorisez	43
1121	contrôlasse	48	1176	autorisent	43
1122	contrôlasses	48	1177	autorisais	43
1123	contrôlât	48	1178	autorisait	43
1124	contrôlassions	48	1179	autorisions	43
1125	contrôlassiez	48	1180	autorisiez	43
1126	contrôlassent	48	1181	autorisaient	43
1127	contrôlant	48	1182	autorisai	43
1128	propriété	50	1183	autorisas	43
1129	propriétés	50	1184	autorisa	43
1130	propriétaire	50	1185	autorisâmes	43

1131	propriétaires	50	1186	autorisâtes	43
1132	vota	32	1187	autorisèrent	43
1133	votai	32	1188	autoriserai	43
1134	votaient	32	1189	autoriseras	43
1135	votais	32	1190	autorisera	43
1136	votait	32	1191	autoriserons	43
1137	votâmes	32	1192	autoriserez	43
1138	votant	32	1193	autoriseront	43
1139	votas	32	1194	autoriserais	43
1140	votasse	32	1195	autoriserait	43
1141	votassent	32	1196	autoriserions	43
1142	votasses	32	1197	autoriseriez	43
1143	votassiez	32	1198	autoriseraient	43
1144	votassions	32	1199	autorisasse	43
1145	votât	32	1200	autorisasses	43
1146	votâtes	32	1201	autorisât	43
1147	vote	32	1202	autorisassions	43
1148	voté	32	1203	autorisassiez	43
1149	votée	32	1204	autorisassent	43
1150	votées	32	1205	autorisant	43
1151	votent	32	1206	recommandations	50
1152	voter	32	1207	recommande	50
1208	recommandes	50	1263	annonceront	50
1209	recommandons	50	1264	annoncerais	50
1210	recommandez	50	1265	annoncerait	50
1211	recommandent	50	1266	annoncerions	50
1212	recommandais	50	1267	annonceriez	50
1213	recommandait	50	1268	annonceraient	50
1214	recommandions	50	1269	annonçasse	50
1215	recommandiez	50	1270	annonçasses	50
1216	recommandaient	50	1271	annonçât	50
1217	recommandai	50	1272	annonçassions	50
1218	recommandas	50	1273	annonçassiez	50
1219	recommanda	50	1274	annonçassent	50
1220	recommandâmes	50	1275	annonçant	50
1221	recommandâtes	50	1276	milliard	43
1222	recommandèrent	50	1277	milliards	43
1223	recommanderai	50	1278	mois	40
1224	recommanderas	50	1279	année	40
1225	recommandera	50	1280	années	40
1226	recommanderons	50	1281	million	38
1227	recommanderez	50	1282	millions	38
1228	recommanderont	50	1283	accumulé	39
1229	recommanderais	50	1284	accumule	39
1230	recommanderait	50	1285	accumules	39
1231	recommanderions	50	1286	accumulons	39
1232	recommanderiez	50	1287	accumulez	39
1233	recommanderaient	50	1288	accumulent	39
1234	recommandasse	50	1289	accumulais	39
1235	recommandasses	50	1290	accumulais	39
1236	recommandât	50	1291	accumulait	39

1237	recommandassions	50	1292	accumulions	39
1238	recommandassiez	50	1293	accumuliez	39
1239	recommandassent	50	1294	accumulaient	39
1240	recommandant	50	1295	accumulai	39
1241	annoncer	50	1296	accumulas	39
1242	annonce	50	1297	accumula	39
1243	annonces	50	1298	accumulâmes	39
1244	annonçons	50	1299	accumulâtes	39
1245	annoncez	50	1300	accumulèrent	39
1246	annoncent	50	1301	accumulerai	39
1247	annonçais	50	1302	accumuleras	39
1248	annonçait	50	1303	accumulera	39
1249	annoncions	50	1304	accumulerons	39
1250	annoncez	50	1305	accumulerez	39
1251	annonçaient	50	1306	accumuleront	39
1252	annonçai	50	1307	accumulerais	39
1253	annonças	50	1308	accumulerait	39
1254	annonça	50	1309	accumulerions	39
1255	annonçâmes	50	1310	accumuleriez	39
1256	annonçâtes	50	1311	accumuleraient	39
1257	annoncèrent	50	1312	accumulasse	39
1258	annoncerai	50	1313	accumulasses	39
1259	annonceras	50	1314	accumulât	39
1260	annoncera	50	1315	accumulassions	39
1261	annoncerons	50	1316	accumulassiez	39
1262	annoncerez	50	1317	accumulassent	39
1318	accumulant	39	1373	financement	46
1319	fort	37	1374	financements	46
1320	forts	37	1375	amende	20
1321	doucement	38	1376	amendes	20
1322	raison	31	1377	collecter	20
1323	même	40	1378	collecte	20
1324	période	40	1379	collectes	20
1325	périodes	40	1380	collectons	20
1326	ventes	41	1381	collectez	20
1327	client	42	1382	collectent	20
1328	clients	42	1383	collectais	20
1329	clientèle	42	1384	collectait	20
1330	interne	40	1385	collections	20
1331	internes	40	1386	collectiez	20
1332	appliquer	43	1387	collectaient	20
1333	applique	43	1388	collecté	20
1334	appliques	43	1389	collectai	20
1335	appliquons	43	1390	collectas	20
1336	appliquez	43	1391	collecta	20
1337	appliquent	43	1392	collectâmes	20
1338	appliquais	43	1393	collectâtes	20
1339	appliquait	43	1394	collectèrent	20
1340	appliquions	43	1395	collecterai	20
1341	appliquiez	43	1396	collecteras	20
1342	appliquaient	43	1397	collectera	20

1343	appliquai	43	1398	collecterons	20
1344	appliquas	43	1399	collecterez	20
1345	appliqua	43	1400	collecteront	20
1346	appliquâmes	43	1401	collecterais	20
1347	appliquâtes	43	1402	collecterait	20
1348	appliquèrent	43	1403	collecterions	20
1349	appliquerai	43	1404	collecteriez	20
1350	appliqueras	43	1405	collecteraient	20
1351	appliquera	43	1406	collectasse	20
1352	appliquerons	43	1407	collectasses	20
1353	appliquerez	43	1408	collectât	20
1354	appliqueront	43	1409	collectassions	20
1355	appliquerais	43	1410	collectassiez	20
1356	appliquerait	43	1411	collectassent	20
1357	appliquerions	43	1412	collectant	20
1358	appliqueriez	43	1413	montant	32
1359	appliqueraient	43	1414	montants	32
1360	appliqué	43	1415	plus	43
1361	appliquasse	43	1416	note	39
1362	appliquasses	43	1417	nota	39
1363	appliquât	43	1418	notai	39
1364	appliquassions	43	1419	notaient	39
1365	appliquassiez	43	1420	notais	39
1366	appliquassent	43	1421	notait	39
1367	appliquant	43	1422	notâmes	39
1368	application	43	1423	notant	39
1369	applications	43	1424	notas	39
1370	financier	46	1425	notasse	39
1371	finance	46	1426	notassent	39
1372	finances	46	1427	notasses	39
1428	notassiez	39	1483	dépassera	48
1429	notassions	39	1484	dépasserons	48
1430	notât	39	1485	dépasserez	48
1431	notâtes	39	1486	dépasseront	48
1432	noté	39	1487	dépasserais	48
1433	notée	39	1488	dépasserait	48
1434	notées	39	1489	dépasserions	48
1435	notent	39	1490	dépasseriez	48
1436	noter	39	1491	dépasseraient	48
1437	notera	39	1492	dépassasse	48
1438	noterai	39	1493	dépassasses	48
1439	noteraient	39	1494	dépassât	48
1440	noterais	39	1495	dépassassions	48
1441	noterait	39	1496	dépassassiez	48
1442	noteras	39	1497	dépassassent	48
1443	notèrent	39	1498	dépassé	48
1444	noterez	39	1499	dépassant	48
1445	noteriez	39	1500	seuil	40
1446	noterions	39	1501	seuils	40
1447	noterons	39	1502	entreprise	45
1448	noteront	39	1503	entreprises	45

1449	notes	39	1504	rejeta	16
1450	notés	39	1505	rejetai	16
1451	notez	39	1506	rejetaient	16
1452	notiez	39	1507	rejetais	16
1453	notion	39	1508	rejetait	16
1454	notions	41	1509	rejetant	16
1455	notons	39	1510	rejeté	16
1456	subjectif	34	1511	rejetée	16
1457	subjective	34	1512	rejetées	16
1458	subjectifs	34	1513	rejeter	16
1459	subjectives	34	1514	rejetèrent	16
1460	objectif	47	1515	rejetés	16
1461	objective	47	1516	rejetez	16
1462	objectifs	47	1517	rejetiez	16
1463	objectives	47	1518	rejetions	16
1464	dépasser	48	1519	rejetons	16
1465	dépasse	48	1520	rejette	16
1466	dépassez	48	1521	rejetent	16
1467	dépassons	48	1522	rejettera	16
1468	dépassez	48	1523	rejetterai	16
1469	dépassent	48	1524	rejetteraient	16
1470	dépassais	48	1525	rejetterais	16
1471	dépassait	48	1526	rejetterait	16
1472	dépassions	48	1527	rejetteras	16
1473	dépassiez	48	1528	rejetterez	16
1474	dépassaient	48	1529	rejetteriez	16
1475	dépassai	48	1530	rejetterions	16
1476	dépassas	48	1531	rejetterons	16
1477	dépassa	48	1532	rejetteront	16
1478	dépassâmes	48	1533	rejettes	16
1479	dépassâtes	48	1534		34
1480	dépassèrent	48		extrêmement	
1481	dépasserai	48	1535	extrême	34
1482	dépasseras	48	1536	extrêmes	34
1537	extrêmements	34	1591	aidions	50
1538		25	1592	aidiez	50
1539	sombres	25	1594	aidai	50
1540	sporadiques	27	1595	aidas	50
1541	sporadique	27	1596	aida	50
1542	lumières	50	1597	aidâmes	50
1543	lumière	50	1598	aidâtes	50
1544	destinations	53	1599	aidèrent	50
1545	destination	53	1600	aiderais	50
1546	tôt	48	1601	aideras	50
1547	côter	42	1602	aidera	50
1548	cote	42	1603	aidérons	50
1549	cotes	42	1604	aiderez	50
1550	cotons	42	1605	aidront	50
1551	cotez	42	1606	aidé	50
1552	cotent	42	1607	aiderais	50
1553	cotais	42	1608	aiderait	50

1554	cotait	42	1609	aiderions	50
1555	cotions	42	1610	aideriez	50
1556	cotiez	42	1611	aideraient	50
1557	cotaient	42	1612	aidasse	50
1558	cotai	42	1613	aidasses	50
1559	cotas	42	1614	aidât	50
1560	cota	42	1615	aidassions	50
1561	cotâmes	42	1616	aidassiez	50
1562	cotâtes	42	1617	aidassent	50
1563	cotèrent	42	1618	aidant	50
1564	coterai	42	1619	terminé	47
1565	coteras	42	1620	termine	47
1566	cotera	42	1621	termine	47
1567	coterons	42	1622	terminons	47
1568	coterez	42	1623	terminez	47
1569	coteront	42	1624	terminent	47
1570	coté	42	1625	terminais	47
1571	coterais	42	1626	terminait	47
1572	coterait	42	1627	terminions	47
1573	coterions	42	1628	terminiez	47
1574	coteriez	42	1629	terminaient	47
1575	coteraient	42	1630	terminai	47
1576	cotasse	42	1631	terminas	47
1577	cotasses	42	1632	termina	47
1578	cotât	42	1633	terminâmes	47
1579	cotassions	42	1634	terminâtes	47
1580	cotassiez	42	1635	terminèrent	47
1581	cotassent	42	1636	terminerai	47
1582	cotant	42	1637	termineras	47
1583	aider	50	1638	terminera	47
1584	aide	50	1639	terminerons	47
1585	aides	50	1640	terminerez	47
1586	aidons	50	1641	termineront	47
1587	aidez	50	1642	terminerais	47
1588	aident	50	1643	terminerait	47
1589	aidais	50	1644	terminerions	47
1590	aidait	50	1645	termineriez	47
1646	termineraient	47	1701	inquiétas	21
1647	terminasse	47	1702	inquiéta	21
1648	terminasses	47	1703	inquiétâmes	21
1649	terminât	47	1704	inquiétâtes	21
1650	terminassions	47	1705	inquiétèrent	21
1651	terminassiez	47	1706	inquiéterai	21
1652	terminassent	47	1707	inquiéteras	21
1653	terminant	47	1708	inquiéterà	21
1654	hésitant	32	1709	inquiéterons	21
1655	hésiter	32	1710	inquiéterez	21
1656	hésite	32	1711	inquiéteront	21
1657	hésites	32	1712	inquiété	21
1658	hésitons	32	1713	inquiéterais	21
1659	hésitez	32	1714	inquiéterait	21

1660	hésitent	32	1715	inquiéterions	21
1661	hésitais	32	1716	inquiéteriez	21
1662	hésitait	32	1717	inquiéteraient	21
1663	hésitions	32	1718	nquiétasse	21
1664	hésitiez	32	1719	inquiétasses	21
1665	hésitaient	32	1720	inquiétât	21
1666	hésitai	32	1721	inquiétassions	21
1667	hésitas	32	1722	inquiétassiez	21
1668	hésita	32	1723	inquiétassent	21
1669	hésitâmes	32	1724	inquiétant	21
1670	hésitâtes	32	1725	anticiper	45
1671	hésitèrent	32	1726	anticipe	45
1672	hésiterai	32	1727	anticipes	45
1673	hésiteras	32	1728	anticipons	45
1674	hésitera	32	1729	anticipez	45
1675	hésiterons	32	1730	anticipent	45
1676	hésiterez	32	1731	anticipais	45
1677	hésiteront	32	1732	anticipait	45
1678	hésiterais	32	1733	anticipions	45
1679	hésiterait	32	1734	anticipiez	45
1680	hésiterions	32	1735	anticipaient	45
1681	hésiteriez	32	1736	anticipai	45
1682	hésiteraient	32	1737	anticipas	45
1683	hésitasse	32	1738	anticipa	45
1684	hésitasses	32	1739	anticipâmes	45
1685	hésitât	32	1740	anticipâtes	45
1686	hésitassions	32	1741	anticipèrent	45
1687	hésitassiez	32	1742	anticiperai	45
1688	hésitassent	32	1743	anticiperas	45
1689	inquiéter	21	1744	anticipera	45
1690	nquiète	21	1745	anticiperons	45
1691	inquiètes	21	1746	anticiperez	45
1692	inquiétons	21	1747	anticiperont	45
1693	inquiétez	21	1748	anticipé	45
1694	inquiètent	21	1749	anticiperais	45
1695	inquiétais	21	1750	anticiperait	45
1696	inquiétait	21	1751	anticiperions	45
1697	inquiétions	21	1752	anticiperiez	45
1698	inquiétiez	21	1753	anticiperaient	45
1699	inquiétaient	21	1754	anticipasse	45
1700	inquiétai	21	1755	anticipasses	45
1756	anticipât	45	1811	pression	35
1757	anticipassions	45	1812	directeur	42
1758	anticipassiez	45	1813	directeurs	42
1759	anticipassent	45	1814	attribué	50
1760	anticipant	45	1815	attribue	50
1761	économie	41	1816	attribues	50
1762	économies	41	1817	attribuons	50
1763	économique	41	1818	attribuez	50
1764	économiques	41	1819	attribuent	50

1765	cible	47	1820	attribuais	50
1766	cibles	47	1821	attribuait	50
1767	ciblons	47	1822	attribuions	50
1768	ciblez	47	1823	attribuiez	50
1769	ciblent	47	1824	attribuaient	50
1770	ciblais	47	1825	attribuai	50
1771	ciblait	47	1826	attribuas	50
1772	ciblions	47	1827	attribua	50
1773	cibliez	47	1828	attribuâmes	50
1774	ciblaient	47	1829	attribuâtes	50
1775	ciblai	47	1830	attribuèrent	50
1776	ciblas	47	1831	attribuai	50
1777	cibla	47	1832	attribuas	50
1778	ciblâmes	47	1833	attribua	50
1779	ciblâtes	47	1834	attribuâmes	50
1780	ciblèrent	47	1835	attribuâtes	50
1781	ciblerai	47	1836	attribuèrent	50
1782	cibleras	47	1837	attribuerai	50
1783	ciblera	47	1838	attribueras	50
1784	ciblerons	47	1839	attribuera	50
1785	ciblerez	47	1840	attribuerons	50
1786	cibleront	47	1841	attribueriez	50
1787	ciblerais	47	1842	attribueront	50
1788	ciblerait	47	1843	attribuerais	50
1789	ciblerions	47	1844	attribuerait	50
1790	cibleriez	47	1845	attribuerions	50
1791	cibleraient	47	1846	attribueriez	50
1792	ciblasse	47	1847	attribueraient	50
1793	ciblasses	47	1848	attribuasse	50
1794	ciblât	47	1849	attribuasses	50
1795	ciblassions	47	1850	attribuât	50
1796	ciblassiez	47	1851	attribuassions	50
1797	ciblassent	47	1852	attribuassiez	50
1798	ciblant	47	1853	attribuassent	50
1799	ciblé	47	1854	attribuant	50
1800	objectifs	35	1855	influencer	35
1801	objectif	35	1856	influence	35
1802	faible	31	1857	influences	35
1803	faibles	31	1858	influençons	35
1804	haut	48	1859	influencez	35
1805	hauts	48	1860	influent	35
1806	hausse	48	1861	influençais	35
1807	hausse	48	1862	influençait	35
1808	capacité	56	1863	influencions	35
1809	capacités	56	1864	influençiez	35
1810	pressions	35	1865	influençaient	35
1866	influençai	35	1921	rémunérerait	46
1867	influenças	35	1922	rémunérerions	46
1868	influença	35	1923	rémunéreriez	46
1869	influençâmes	35	1924	rémunéreraient	46
1870	influençâtes	35	1925	rémunérâsse	46

1871	influencèrent	35	1926	rémunérasses	46
1872	influencerai	35	1927	rémunérât	46
1873	influenceras	35	1928	rémunérassions	46
1874	influencera	35	1929	rémunérassiez	46
1875	influencerons	35	1930	rémunérassent	46
1876	influencerez	35	1931	rémunérant	46
1877	influenceront	35	1932	rémunéré	46
1878	influencerais	35	1933	façon	48
1879	influencerait	35	1934	façons	48
1880	influencerions	35	1935	solution	48
1881	influenceriez	35	1936	solutions	48
1882	influenceraient	35	1937	proposé	43
1883	influençasse	35	1938	propose	43
1884	influençasses	35	1939	proposes	43
1885	influençât	35	1940	proposons	43
1886	influençassions	35	1941	proposez	43
1887	influençassiez	35	1942	proposent	43
1888	influençassent	35	1943	proposais	43
1889	influençant	35	1944	proposait	43
1890	direct	42	1945	propositions	43
1891	directs	42	1946	proposiez	43
1892	indirect	38	1947	proposaient	43
1893	indirects	38	1948	proposai	43
1894	modes	40	1949	proposas	43
1895	mode	40	1950	proposa	43
1896	rémunération	46	1951	proposâmes	43
1897	rémunérer	46	1952	proposâtes	43
1898	rémunère	46	1953	proposèrent	43
1899	rémunères	46	1954	proposerai	43
1900	rémunérons	46	1955	proposeras	43
1901	rémunérez	46	1956	proposera	43
1902	rémunèrent	46	1957	proposerons	43
1903	rémunerais	46	1958	proposerez	43
1904	rémunérerait	46	1959	proposeront	43
1905	rémunérions	46	1960	proposerais	43
1906	rémunériez	46	1961	proposerait	43
1907	rémunéraient	46	1962	proposerions	43
1908	rémunérαι	46	1963	proposeriez	43
1909	rémunéras	46	1964	proposeraient	43
1910	rémunéra	46	1965	proposasse	43
1911	rémunérâmes	46	1966	proposasses	43
1912	rémunérâtes	46	1967	proposât	43
1913	rémunérèrent	46	1968	proposassions	43
1914	rémunérerais	46	1969	proposassiez	43
1915	rémunéreras	46	1970	proposassent	43
1916	rémunérera	46	1971	proposant	43
1917	rémunérerons	46	1972	facilement	59
1918	rémunérerez	46	1973	facilements	59
1919	rémunéreront	46	1974	facile	59
1920	rémunérerais	46	1975	faciles	59
1976	concerner	52	2031	exécutas	54

1977	pouvoir	50	2032	exécuta	54
1978	peux	50	2033	exécutâmes	54
1979	peut	50	2034	exécutâtes	54
1980	pouvons	50	2035	exécutèrent	54
1981	pouvez	50	2036	exécuterai	54
1982	peuvent	50	2037	exécuteras	54
1983	pouvais	50	2038	exécutera	54
1984	pouvait	50	2039	exécuterons	54
1985	pouvions	50	2040	exécuterez	54
1986	pouviez	50	2041	exécuteront	54
1987	pouvaient	50	2042	exécuterais	54
1988	pus	50	2043	xécuterait	54
1989	put	50	2044	exécuterions	54
1990	pûmes	50	2045	exécuteriez	54
1991	pûtes	50	2046	exécuteraient	54
1992	purent	50	2047	exécutasse	54
1993	pourrai	50	2048	exécutasses	54
1994	pourras	50	2049	exécutât	54
1995	pourra	50	2050	exécutassions	54
1996	pourrons	50	2051	exécutassiez	54
1997	pourrez	50	2052	exécutassent	54
1998	pourront	50	2053	exécutant	54
1999	pourrais	50	2054	appropriier	48
2000	pourrait	50	2055	appropriie	48
2001	pourrions	50	2056	appropries	48
2002	pourriez	50	2057	appropriions	48
2003	pourraient	50	2058	appropriiez	48
2004	puisse	50	2059	approprient	48
2005	puisses	50	2060	appropriais	48
2006	puissions	50	2061	appropriait	48
2007	puissiez	50	2062	appropriions	48
2008	puissent	50	2063	appropriiez	48
2009	pusse	50	2064	appropriaient	48
2010	pusses	50	2065	appropriai	48
2011	pût	50	2066	approprias	48
2012	pussions	50	2067	appropria	48
2013	pussiez	50	2068	appropriâmes	48
2014	pussent	50	2069	appropriâtes	48
2015	pouvant	50	2070	approprièrent	48
2016	pu	50	2071	approprierai	48
2017	exécution	54	2072	approprieras	48
2018	exécutions	54	2073	appropriera	48
2019	exécuter	54	2074	appropriérons	48
2020	exécute	54	2075	approprierez	48
2021	exécutes	54	2076	approprieront	48
2022	exécutons	54	2077	approprierais	48
2023	exécutez	54	2078	approprierait	48
2024	exécutent	54	2079	approprierions	48
2025	exécutais	54	2080	approprieriez	48
2026	exécutait	54	2081	approprieraient	48
2027	exécutions	54	2082	appropriasse	48

2028	exécutez	54	2083	appropriasses	48
2029	exécutaient	54	2084	appropriât	48
2030	exécutai	54	2085	appropriassions	48
2086	appropriassiez	48	2141	utilisassions	39
2087	appropriassent	48	2142	utilisât	39
2088	appropriant	48	2143	utilisâtes	39
2089	approprié	48	2144	utilise	39
2090	agréable	59	2145	utilisé	39
2091	agréables	59	2146	utilisée	39
2092	réajusté	37	2147	utilisées	39
2093	réajuste	37	2148	utilisent	39
2094	réajustes	37	2149	utiliser	39
2095	réajustons	37	2150	utilisera	39
2096	réajustez	37	2151	utiliserai	39
2097	réajustent	37	2152	utiliseraient	39
2098	réajustais	37	2153	utiliserais	39
2099	réajustait	37	2154	utiliserait	39
2100	réajustions	37	2155	utiliseras	39
2101	réajustiez	37	2156	utilisèrent	39
2102	réajustaient	37	2157	utiliserez	39
2103	réajustai	37	2158	utiliseriez	39
2104	réajustas	37	2159	utiliserions	39
2105	réajusta	37	2160	utiliserons	39
2106	réajustâmes	37	2161	utiliseront	39
2107	réajustâtes	37	2162	utilises	39
2108	réajustèrent	37	2163	utilisés	39
2109	réajusterai	37	2164	utilisez	39
2110	réajusteras	37	2165	utilisiez	39
2111	réajustera	37	2166	utilisions	39
2112	réajusterons	37	2167	utilisons	39
2113	réajusterez	37	2168	produira	40
2114	réajusteront	37	2169	produirai	40
2115	réajusterais	37	2170	produiraient	40
2116	réajusterait	37	2171	produirais	40
2117	réajusterions	37	2172	produirait	40
2118	réajusteriez	37	2173	produiras	40
2119	réajusteraient	37	2174	produire	40
2120	réajustasse	37	2175	produirez	40
2121	réajustasses	37	2176	produiriez	40
2122	réajustât	37	2177	produirions	40
2123	réajustassions	37	2178	produirons	40
2124	réajustassiez	37	2179	produiront	40
2125	réajustassent	37	2180	produis	40
2126	réajustant	37	2181	produisaient	40
2127	facilité	51	2182	produisais	40
2128	facilités	51	2183	produisait	40
2129	utilise	39	2184	produisant	40
2130	utilisai	39	2185	produise	40
2131	utilisaient	39	2186	produisent	40
2132	utilisais	39	2187	produises	40
2133	utilisait	39	2188	produisez	40

2134	utilisâmes	39	2189	produisiez	40
2135	utilisant	39	2190	produisîmes	40
2136	utilisas	39	2191	produisions	40
2137	utilisasse	39	2192	produisirent	40
2138	utilisassent	39	2193	produisis	40
2139	utilisasses	39	2194	produisisses	40
2140	utilisassiez	39	2195	produisissiez	40
2196	produissions	40	2251	fluctue	32
2197	produisit	40	2252	fluctues	32
2198	produisît	40	2253	fluctuons	32
2199	produisîtes	40	2254	fluctuez	32
2200	produisons	40	2255	fluctuent	32
2201	produit	40	2256	fluctuais	32
2202	produite	40	2257	fluctuait	32
2203	produites	40	2258	fluctuions	32
2204	produits	40	2259	fluctuiez	32
2205	productivité	50	2260	fluctuaient	32
2206	mesures	38	2261	fluctuai	32
2207	mesura	38	2262	fluctuas	32
2208	mesurai	38	2263	fluctua	32
2209	mesuraient	38	2264	fluctuâmes	32
2210	mesurais	38	2265	fluctuâtes	32
2211	mesurait	38	2266	fluctuèrent	32
2212	mesurâmes	38	2267	fluctuerai	32
2213	mesurant	38	2268	fluctueras	32
2214	mesuras	38	2269	fluctuera	32
2215	mesurasse	38	2270	fluctuerons	32
2216	mesurassent	38	2271	fluctuerez	32
2217	mesurasses	38	2272	fluctueront	32
2218	mesurassiez	38	2273	fluctuerais	32
2219	mesurassions	38	2274	fluctuerait	32
2220	mesurât	38	2275	fluctuerions	32
2221	mesurâtes	38	2276	fluctueriez	32
2222	mesure	38	2277	fluctueraient	32
2223	mesuré	38	2278	fluctuasse	32
2224	mesurée	38	2279	fluctuasses	32
2225	mesurées	38	2280	fluctuât	32
2226	mesurent	38	2281	fluctuassions	32
2227	mesurer	38	2282	fluctuassiez	32
2228	mesurera	38	2283	fluctuassent	32
2229	mesurerai	38	2284	fluctuant	32
2230	mesureraient	38	2285	fluctué	32
2231	mesurerais	38	2286	anormal	28
2232	mesurerait	38	2287	anormaux	28
2233	mesureras	38	2288	anormalement	28
2234	mesurèrent	38	2289	environnement	46
2235	mesurerez	38	2290	considéré	38
2236	mesureriez	38	2291	considérer	38
2237	mesurerions	38	2292	considère	38
2238	mesurerons	38	2293	considères	38
2239	mesureront	38	2294	considérons	38

2240	mesures	38	2295	considérez	38
2241	mesurés	38	2296	considèrent	38
2242	mesurez	38	2297	considérais	38
2243	mesuriez	38	2298	considérerait	38
2244	mesurons	38	2299	considérions	38
2245	mesurons	38	2300	considériez	38
2246	nécessaire	45	2301	considéraient	38
2247	nécessaires	45	2302	considérari	38
2248	nécessairement	45	2303	considéras	38
2249	fluctuations	32	2304	considéra	38
2250	fluctuation	32	2305	considérâmes	38
2306	considérâtes	38	2361	quittes	26
2307	considérèrent	38	2362	quittés	26
2308	considérerai	38	2363	quittez	26
2309	considéreras	38	2364	quittiez	26
2310	considérera	38	2365	quittions	26
2311	considérerons	38	2366	quittons	26
2312	considérerez	38	2367	sors	57
2313	considéreront	38	2368	sort	57
2314	considérerais	38	2369	sortaient	57
2315	considérerait	38	2370	sortais	57
2316	considérerions	38	2371	sortait	57
2317	considéreriez	38	2372	sortant	57
2318	considéreraient	38	2373	sorte	57
2319	considérasse	38	2374	sortent	57
2320	considérasses	38	2375	sortes	57
2321	considérât	38	2376	sortez	57
2322	considérassions	38	2377	sorti	57
2323	considérassiez	38	2378	sortie	57
2324	considérassent	38	2379	sorties	57
2325	considérant	38	2380	sortiez	57
2326	réussite	68	2381	sortîmes	57
2327	réussites	68	2382	sortions	57
2328	quitta	26	2383	sortir	57
2329	quittai	26	2384	sortira	57
2330	quittaient	26	2385	sortirai	57
2331	quittais	26	2386	sortiraient	57
2332	quittait	26	2387	sortirais	57
2333	quittâmes	26	2388	sortirait	57
2334	quittant	26	2389	sortiras	57
2335	quittas	26	2390	sortirent	57
2336	quittasse	26	2391	sortirez	57
2337	quittassent	26	2392	sortiriez	57
2338	quittasses	26	2393	sortirions	57
2339	quittassiez	26	2394	sortirons	57
2340	quittassions	26	2395	sortiront	57
2341	quittât	26	2396	sortirs	57
2342	quittâtes	26	2397	sortis	57
2343	quitte	26	2398	sortisse	57
2344	quitté	26	2399	sortissent	57
2345	quittée	26	2400	sortisses	57

2346	quittées	26	2401	sortissiez	57
2347	quittent	26	2402	sortissions	57
2348	quitter	26	2403	sortit	57
2349	quittera	26	2404	sortît	57
2350	quitterai	26	2405	sortîtes	57
2351	quitteraient	26	2406	sortons	57
2352	quitterais	26	2407	rare	24
2353	quitterait	26	2408	rarement	24
2354	quitteras	26	2409	temps	35
2355	quittèrent	26	2410	comparer	39
2356	quitterez	26	2411	compare	39
2357	quitteriez	26	2412	compares	39
2358	quitterions	26	2413	comparons	39
2359	quitterons	26	2414	comparez	39
2360	quitteront	26	2415	comparent	39
2416	comparais	39	2471	arrêterai	25
2417	comparait	39	2472	arrêteraient	25
2418	comparions	39	2473	arrêterais	25
2419	compariez	39	2474	arrêterait	25
2420	comparaient	39	2475	arrêteras	25
2421	comparai	39	2476	arrêtèrent	25
2422	comparas	39	2477	arrêterez	25
2423	compara	39	2478	arrêteriez	25
2424	comparâmes	39	2479	arrêterions	25
2425	comparâtes	39	2480	arrêterons	25
2426	comparèrent	39	2481	arrêteront	25
2427	comparerai	39	2482	arrêtes	25
2428	compareras	39	2483	arrêtés	25
2429	comparera	39	2484	arrêtez	25
2430	comparerons	39	2485	arrétiez	25
2431	comparerez	39	2486	arrêtions	25
2432	compareront	39	2487	arrêtons	25
2433	comparerais	39	2488	témoin	42
2434	comparerait	39	2489	témoigne	42
2435	comparerions	39	2490	témoignes	42
2436	compareriez	39	2491	témoignons	42
2437	compareraient	39	2492	témoignez	42
2438	comparasse	39	2493	témoignent	42
2439	comparasses	39	2494	témoignais	42
2440	comparât	39	2495	témoignait	42
2441	comparassions	39	2496	témoignons	42
2442	comparassiez	39	2497	témoigniez	42
2443	comparassent	39	2498	témoignaient	42
2444	comparé	39	2499	témoignai	42
2445	comparant	39	2500	témoignas	42
2446	initiale	40	2501	témoigna	42
2447	initiaux	40	2502	témoignâmes	42
2448	initial	40	2503	témoignâtes	42
2449	arrêta	25	2504	témoignèrent	42
2450	arrêtai	25	2505	témoignerai	42
2451	arrêtaient	25	2506	témoignerai	42

2452	arrétais	25	2507	témoignera	42
2453	arrêtait	25	2508	témoignerons	42
2454	arrêtaîmes	25	2509	témoignerez	42
2455	arrêtant	25	2510	témoigneront	42
2456	arrêtas	25	2511	témoignerais	42
2457	arrêtasse	25	2512	témoignerait	42
2458	arrêtassent	25	2513	témoignerions	42
2459	arrêtasses	25	2514	témoigneriez	42
2460	arrêtassiez	25	2515	témoigneraient	42
2461	arrêtassions	25	2516	témoignasse	42
2462	arrêtât	25	2517	témoignasses	42
2463	arrêtâtes	25	2518	témoignât	42
2464	arrête	25	2519	témoignassions	42
2465	arrêté	25	2520	témoignassiez	42
2466	arrêtée	25	2521	témoignassent	42
2467	arrêtées	25	2522	témoignant	42
2468	arrêtent	25	2523	témoigner	42
2469	arrêter	25	2524	témoigné	42
2470	arrêtera	25	2525	plusieurs	40
2526	spectaculaire	50	2581	déclinais	60
2527	spectaculaires	50	2582	déclinait	60
2528	certain	43	2583	déclinions	60
2529	certaine	43	2584	décliniez	60
2530	certains	43	2585	déclinaient	60
2531	tout	42	2586	déclinai	60
2532	tous	42	2587	déclinas	60
2533	toute	42	2588	déclina	60
2534	ruses	36	2589	déclinâmes	60
2535	commentaires	46	2590	déclinâtes	60
2536	commenter	46	2591	déclinèrent	60
2537	commente	46	2592	déclinerai	60
2538	commentes	46	2593	déclineras	60
2539	commentons	46	2594	déclinera	60
2540	commentez	46	2595	déclinerons	60
2541	commentent	46	2596	déclinerez	60
2542	commentais	46	2597	déclineront	60
2543	commentait	46	2598	déclinerais	60
2544	commentions	46	2599	déclinerait	60
2545	commentiez	46	2600	déclinerions	60
2546	commentaient	46	2601	déclineriez	60
2547	commentai	46	2602	déclineraient	60
2548	commentas	46	2603	déclinasse	60
2549	commenta	46	2604	déclinasses	60
2550	commentâmes	46	2605	déclinât	60
2551	commentâtes	46	2606	déclinassions	60
2552	commentèrent	46	2607	déclinassiez	60
2553	commenterai	46	2608	déclinassent	60
2554	commenteras	46	2609	déclinant	60
2555	commentera	46	2610	décliné	60
2556	commenterons	46	2611	geler	60
2557	commenterez	46	2612	gèle	60

2558	commenteront	46	2613	gèles	60
2559	commenterais	46	2614	gelons	60
2560	commenterait	46	2615	gelez	60
2561	commenterions	46	2616	gèlent	60
2562	commenteriez	46	2617	gelais	60
2563	commenteraient	46	2618	gelait	60
2564	commentasse	46	2619	gelions	60
2565	commentasses	46	2620	geliez	60
2566	commentât	46	2621	gelaient	60
2567	commentassions	46	2622	gelai	60
2568	commentassiez	46	2623	gelas	60
2569	commentassent	46	2624	gela	60
2570	commentant	46	2625	gelâmes	60
2571	experts	43	2626	gelâtes	60
2572	expert	43	2627	gelèrent	60
2573	expertise	43	2628	gèlerai	60
2574	stock	40	2629	gèleras	60
2575	déclin	60	2630	gèlera	60
2576	décline	60	2631	gèlerons	60
2577	déclines	60	2632	gèlerez	60
2578	déclinons	60	2633	gèleront	60
2579	déclinez	60	2634	gèlerais	60
2580	déclinent	60	2635	gèlerait	60
2636	gèlerions	60	2691	mérités	53
2637	gèleriez	60	2692	méritez	53
2638	gèleraient	60	2693	méritiez	53
2639	gelasse	60	2694	méritions	53
2640	gelasses	60	2695	méritons	53
2641	gelât	60	2696	long	45
2642	gelassions	60	2697	longs	45
2643	gelassiez	60	2698	longue	45
2644	gelassent	60	2699	longues	45
2645	gelant	60	2700	court	33
2646	gelé	60	2701	courts	33
2647	dehors	45	2702	courte	33
2648	statistiques	30	2703	courtes	33
2649	statistique	30	2704	exige	30
2650	nombre	40	2705	exiges	30
2651	nombreux	40	2706	exigeons	30
2652	nombreuses	40	2707	exigez	30
2653	accablant	52	2708	exigent	30
2654	accablants	52	2709	exigeais	30
2655	précieux	54	2710	exigeait	30
2656	précieuses	54	2711	exigions	30
2657	précieuse	54	2712	exigiez	30
2658	mérita	53	2713	exigeaient	30
2659	méritai	53	2714	exigeai	30
2660	méritaient	53	2715	exigeas	30
2661	méritais	53	2716	exigea	30
2662	méritait	53	2717	exigeâmes	30
2663	méritâmes	53	2718	exigeâtes	30

2664	méritas	53	2719	exigèrent	30
2665	méritasse	53	2720	exigerai	30
2666	méritassent	53	2721	exigeras	30
2667	méritasses	53	2722	exigera	30
2668	méritassiez	53	2723	exigerons	30
2669	méritassions	53	2724	exigerez	30
2670	méritât	53	2725	exigeront	30
2671	méritâtes	53	2726	exigerais	30
2672	mérite	53	2727	exigerait	30
2673	mérité	53	2728	exigerions	30
2674	méritée	53	2729	exigeriez	30
2675	méritées	53	2730	exigeraient	30
2676	méritent	53	2731	exigeasse	30
2677	mériter	53	2732	exigeasses	30
2678	mériterà	53	2733	exigeât	30
2679	mériterai	53	2734	exigeassions	30
2680	mériteraient	53	2735	exigeassiez	30
2681	mériterais	53	2736	exigeassent	30
2682	mériterait	53	2737	exiger	30
2683	mériteras	53	2738	exigé	30
2684	méritèrent	53	2739	medium	40
2685	mériterez	53	2740	mediums	40
2686	mériteriez	53	2741	mediumme	40
2687	mériterions	53	2742	mediumes	40
2688	mériterons	53	2743	attentes	28
2689	mériteront	53	2744	attend	28
2690	mérites	53	2745	attendaient	28
2746	attendais	28	2801	envisageront	46
2747	attendait	28	2802	envisagerais	46
2748	attendant	28	2803	envisagerait	46
2749	attende	28	2804	envisagerions	46
2750	attendent	28	2805	envisageriez	46
2751	attendes	28	2806	envisageraient	46
2752	attendez	28	2807	envisageasse	46
2753	attendiez	28	2808	envisageasses	46
2754	attendîmes	28	2809	envisageât	46
2755	attendions	28	2810	envisageassions	46
2756	attendirent	28	2811	envisageassiez	46
2757	attendis	28	2812	envisageassent	46
2758	attendisse	28	2813	envisageant	46
2759	attendissent	28	2814	envisagé	46
2760	attendisses	28	2815	liquidité	48
2761	attendissiez	28	2816	crise	64
2762	attendissions	28	2817	crises	64
2763	attendit	28	2818	déflation	57
2764	attendît	28	2819	inflation	57
2765	attendîtes	28	2820	soumet	20
2766	attendons	28	2821	soumets	20
2767	attendra	28	2822	soumettaient	20
2768	attendrai	28	2823	soumettais	20
2769	attendraient	28	2824	soumettait	20

2770	attendrais	28	2825	soumettant	20
2771	attendrait	28	2826	soumette	20
2772	attendras	28	2827	soumettent	20
2773	attendre	28	2828	soumettes	20
2774	attendrez	28	2829	soumettez	20
2775	attendri	28	2830	soumettiez	20
2776	attendrie	28	2831	soumettions	20
2777	attendries	28	2832	soumettons	20
2778	attendriez	28	2833	soumettra	20
2779	envisager	46	2834	soumettrai	20
2780	envisage	46	2835	soumettraient	20
2781	envisages	46	2836	soumettrais	20
2782	envisageons	46	2837	soumettrait	20
2783	envisagez	46	2838	soumettras	20
2784	envisagent	46	2839	soumettre	20
2785	envisageais	46	2840	soumettrez	20
2786	envisageait	46	2841	soumettriez	20
2787	envisagions	46	2842	soumettrions	20
2788	envisagiez	46	2843	soumettrons	20
2789	envisageaient	46	2844	soumettront	20
2790	envisageai	46	2845	soumîmes	20
2791	envisageas	46	2846	soumirent	20
2792	envisagea	46	2847	soumis	20
2793	envisageâmes	46	2848	soumise	20
2794	envisageâtes	46	2849	soumises	20
2795	envisagèrent	46	2850	soumisse	20
2796	envisagerai	46	2851	soumissent	20
2797	envisageras	46	2852	soumisses	20
2798	envisagera	46	2853	soumissiez	20
2799	envisagerons	46	2854	soumissions	20
2800	envisagerez	46	2855	soumit	20
2856	soumît	20			
2857	soumîtes	20			
2858	liquidai	48			
2859	liquidai	48			
2860	liquidai	48			
2861	liquidais	48			
2862	liquidait	48			
2863	liquidâmes	48			
2864	liquidant	48			
2865	liquidas	48			
2866	liquidasse	48			
2867	liquidassent	48			
2868	liquidasses	48			
2869	liquidassiez	48			
2870	liquidassions	48			
2871	liquidât	48			
2872	liquidâtes	48			
2873	liquide	48			
2874	liquidé	48			
2875	liquidée	48			

2876	liquidées	48			
2877	liquident	48			
2878	liquider	48			
2879	liquidera	48			
2880	liquiderais	48			
2881	liquideraient	48			
2882	liquiderais	48			
2883	liquiderait	48			
2884	liquideras	48			
2885	liquidèrent	48			
2886	liquiderez	48			
2887	liquideriez	48			
2888	liquidierions	48			
2889	liquidierons	48			
2890	liquidieront	48			
2891	liquides	48			
2892	liquidés	48			
2893	liquidez	48			
2894	liquidiez	48			
2895	liquidions	48			
2896	liquidons	48			

Intelligence financière et statistique zipfienne : deux outils au service de la prise de position sur les marchés financiers

Application au cas des entreprises vietnamiennes non financières

Résumé :

Dans un contexte économique mondialisé, les prises de position d'achat et/ou de vente sur les marchés financiers obéissent à des logiques qui échappent parfois à la rationalité (bulle spéculative...). Les prévisionnistes et les analystes financiers mobilisent une boîte à outil statistique pour connaître les tendances futures à partir de l'étude des tendances passées. Cette boîte à outils repose sur l'hypothèse de normalité des lois statistiques sous jacentes ce qui autorise des logiques d'inférence statistique, de test, de corrélation... On a pu observer par le passé que les résultats de ces projections ont souvent été miss à défaut : la crise financière que nous traversons correspond par exemple à un choc difficilement prévisible même s'il fait l'objet d'une rationalisation a posteriori. Notre objectif, partant de ce constat, est de renouveler les approches traditionnelles des prévisionnistes et analystes financiers en mobilisant deux approches complémentaires : l'intelligence économique appliquée au domaine financier et l'utilisation de techniques modernes de gestion de l'imprévisible. Dans ce travail interdisciplinaire, notre approche s'inspire tout d'abord du concept d'image, de réputation d'une entreprise cible et de la démarche du cycle de renseignement issue de l'approche de l'intelligence économique. De plus, nous pouvons compléter notre démarche à travers les travaux de Nassim Nicolas Taleb. Nous mobilisons enfin le concept de force de situation (François Julien) pour renforcer la décision des investisseurs institutionnels en situation d'incertitude. Pour valider notre contribution théorique, nous avons choisi le Vietnam comme terrain de recherche. A partir d'une approche qualitative conduite auprès de gérants de portefeuilles Vietnamiens, nous avons pu connaître mieux leurs pratiques de prises de décisions, les critères d'évaluation d'investissement différents issus des analyses de matrices stratégiques, leur perception de la réputation et le rôle de l'intelligence financière dans leur processus d'investissement. Nous proposons alors une méthode qualitative reposant sur la réputation pour caractériser le degré de robustesse d'une organisation à des chocs et élaborons en outre un système de renseignement financier en prenant en compte la hiérarchie des critères d'évaluation d'investissement des gérants de portefeuilles Vietnamiens. Notre démarche est illustrée par l'étude de cas d'une entreprise aquacole Vietnamienne.

Mots clés : réputation, bulles spéculatives, rationalité limitée, intelligence financière, analyse de matrice stratégique, cycle de renseignement, investisseurs institutionnels, prise de décision

Financial intelligence and statistics zipfienne: two tools with the service of the standpoint on the financial markets
Application to the case of the Vietnamese not-financial companies

Summary :

In the context of economic globalization, the stand point of purchase and/or sale on the financial market obeys logics which escape sometimes rationality (speculative bubbles...). The forecasters and the financial analysts mobilize one statistical toolbox in order to know the future trends based on the study of the last trends. This toolbox builds on the assumption of normality of the statistical laws underlying which authorizes logics of statistical inference, test, correlation... We could observe in the past which the results of these projections were often failed: the financial crisis which we pass correspondent to a not easily foreseeable shock even if it is the object of a rationalization a posteriori. Our objective, on the basis of this report, is to renew the traditional approaches of the forecasters and financial analysts by mobilizing two complementary approaches: business intelligence applied to the financial field and the utilization of modern technologies of management of the unforeseeable risks. In this interdisciplinary work, our approaches are inspired, first of all concept of the image or of the reputation of a target company and approach of the intelligence cycle resulting from the approach of the business intelligence. Moreover, we can complete our approach through the principle of bounded rationality, that of the speculative bubble and that of the logic uncertain suggested by Nassim Nicolas Taleb. Finally, we mobilize the concept of force of situation (François Julien) in order to reinforce the decision of the institutional investors in uncertain situation. To validate our theoretical contribution, we chose Viet Nam as our ground of research. From a qualitative approach and based on experimentation ahead 5 Vietnamese portfolio managers, we could better know their practice of making decision, their different investment evaluation criteria, their perception of reputation and the role of the financial intelligence in their process of investment. Thus, we propose a qualitative method based on the reputation in order to characterize the degree of robustness of an organization faced to shocks and elaborate moreover a system of financial information by taking into account the hierarchy of the investment evaluation criteria of the Vietnamese portfolio managers. Our approach is illustrated through a case study of a Vietnamese aquaculture company.

Keywords: Reputation, speculative bubbles, bounded rationality, financial intelligence, strategic matrix analysis, intelligence cycle, institutional investors, making decision.