

Biais et déviance cognitive dans le cas de retrait de sociétés cotées

Olivier Meier et Aurélie Sannajust.¹

29 Septembre 2016

Autrefois rarissimes et plutôt considérées comme une sanction des marchés financiers ou un signe de mauvaise santé économique, les sorties de cotation se sont multipliées depuis la crise financière, après avoir connu une forte hausse suite à l'éclatement de la bulle Internet en 2001 (Fournier, 2013). Les sorties de bourse s'apparentent à des regroupements de sociétés cotées qui décident de fermer leur capital au public, en sortant de la bourse. On qualifie cette opération de « Public to Private », d'opérations de retrait de la cote (PtoP). On peut également les désigner sous les termes des *going private*, LBO (Leveraged Buy Out) ou MBO (Management Buy Out) au sens où la valeur de l'entreprise est remplacée par la participation au capital d'investisseurs privés. Désormais, comme le précisent Land et Hasselbach (2000), le passage d'une société publique cotée (*public company*) à une société fermée, conduit à ce que les actions ne soient plus publiquement négociables (*private company*) ». L'emploi du terme LBO se justifie par le fait que les Public to Private sont largement financées par de la dette comme les LBO (Weir, Laing, Wright, 2004). Il s'agit de racheter le capital d'une entreprise cotée, avec la participation d'un investisseur financier et à l'aide d'une structure à effet de levier (montage LBO) et à retirer cette entreprise de la cote. A travers cette opération, la société est radiée de la Bourse et ne peut donc plus être achetée sur un marché réglementé ouvert au public. Les actionnaires de la société détiennent toujours les titres mais les transactions ne se réalisent plus sur les marchés réglementés et sont désormais effectuées de gré à gré.

Le retrait de bourse répond au besoin de corriger les résultats décevants de la cotation en bourse. Cette décision peut également être guidée par des considérations financières ou économiques. Elle peut aussi traduire une orientation défensive en vue d'éviter des prises de contrôle hostiles. Enfin, ce type d'opération peut s'expliquer pour des raisons de nature managériale qui visent à aligner les intérêts des dirigeants et des actionnaires et à mieux contrôler les comportements managériaux.

L'opération de sortie de bourse est souvent le reflet d'un contexte boursier particulier, lorsque les entreprises doivent faire face à un effondrement des cours boursiers. Comme le soulignent Achleitner, Betzer et Hinterramskogler (2008), les opérations de Public to Private sont toujours plus attractives lorsque le marché est baissier. Il s'agit ici d'éviter que les actions de la société soient inférieures au prix d'introduction et rendent la levée de nouveaux fonds impossible. L'introduction en bourse devient, dans ce cas, un obstacle au développement de l'entreprise. La société se retrouve dès lors sous-évaluée et doit faire face à une situation, où aucun investisseur ne souhaite prendre le risque d'investir. Ce fut notamment le cas d'un certain nombre de petites sociétés innovantes après l'éclatement de la bulle Internet en 2001. Entrées trop vite sur les marchés, elles n'avaient pas eu le temps de faire leurs preuves et avaient été délaissées par les investisseurs. Cette contrainte est d'autant plus forte que les

¹ Ce travail de réflexion est issu d'échanges et de discussions avec un certain nombre de dirigeants d'entreprises et prend appui sur les travaux et expériences des deux auteurs, à savoir A. Sannajust, maître de conférences en finance et spécialiste des questions de retrait de sociétés cotées, et O. Meier, Professeur des Universités et Directeur de recherche, spécialiste des opérations de croissance et des comportements managériaux (rationalité des décisions, biais cognitifs, erreurs managériales) dans le cas de décisions stratégiques à hauts risques.

coûts de cotation (initial public offering) et de courtage ont tendance à augmenter (DeAngelo et al., 1984) du fait de réglementations et d'obligations (publication des comptes, respect des règles de la plateforme de trading) de plus en plus exigeantes. Le retrait de bourse peut donc permettre de réduire certains coûts et de simplifier certaines démarches de structures notamment dans le cas de restructuration. De plus, la décision de sortir de la bourse peut être source d'économie fiscale (réduction des taxes, optimisation fiscale). L'augmentation des intérêts déductibles constitue en effet une importante source de richesse (Lowenstein, 1985), en créant un important bouclier fiscal qui augmente la valeur de la société avant la transaction (Kosedag et Lane, 2002).

Le fait de rester durablement cotée en dessous de sa valeur intrinsèque peut aussi avoir d'autres conséquences : elle peut susciter l'intérêt de certains investisseurs à réaliser une OPA hostile et ainsi remettre en cause l'indépendance économique et stratégique de l'entreprise. Ainsi, le fait de réaliser une opération de Public to Private permet au management de se couvrir contre toute éventuelle prise de contrôle hostile de la part d'entreprises concurrentes. Lowenstein (1985) montre que certaines sociétés qui sortent de la cote boursière sous forme de MBO le font pour éviter une prise de contrôle hostile. Cette observation est soutenue par la théorie de Michel et Shaked (1986). De peur de perdre leur emploi quand survient une prise de contrôle hostile, les managers décident de sortir de la cote. Par conséquent, l'hypothèse de défense de prise de contrôle suggère que les primes des PtoP traduisent la volonté de l'équipe managériale d'acheter les parts détenues par les actionnaires, afin de se protéger d'une OPA hostile (Singh, 1990). Mais le retrait de bourse est aussi une façon pour les dirigeants de retrouver du temps et une plus grande liberté de gestion. En effet, le retrait de bourse permet de recentrer le pouvoir décisionnaire, en réduisant la pression de certains actionnaires (Maug, 1998, Admati et al., 1994). De plus, le fait de se retirer de la cote contribue à se positionner sur un horizon à plus long terme, en échappant à l'attention trimestrielle des marchés financiers. Ceci permet de développer des stratégies inscrites dans la durée, en échappant à une communication institutionnelle exigeante et précise, qui limite la mise en place de politiques spécifiques et originales. Ceci s'explique par le fait que les marchés financiers ont une vision à très court terme. Face à la pression de se voir sanctionner au niveau du prix de leurs actions, les sociétés n'ont pas alors le temps d'expérimenter des politiques de développement audacieuses, de faire la preuve de leurs orientations. Elles se retrouvent liées à un système de dépendance institutionnelle qui rend dès lors difficile toute marge de manœuvre, pour pouvoir changer d'orientation en cas d'erreur ou de changement de situations. En outre, le retrait de bourse peut répondre à des considérations managériales favorables aux dirigeants et managers. En effet, les firmes en Private Equity ont de nombreux mécanismes permettant de récompenser les managers performants, quand ils s'engagent dans une opération de PtoP (Fenn, 1994). Ces sociétés de Private Equity (le principal) essaient de réaligner les intérêts des managers (les agents) avec eux. L'hypothèse de réalignement des intérêts considère que la richesse des actionnaires des opérations de Public to Private est largement le résultat d'un système permettant de réunir les intérêts de l'agent et du principal (Halpern, Kieschnick et Rotenberg, 1999). D'un point de vue managérial, le retrait de bourse est donc un moyen de parvenir à un actionnariat stable et renforcé, en misant sur un management motivé et engagé.

Ce type de décisions apparaît par conséquent comme la saisie d'opportunités, un acte de protection ou la traduction de résultats décevants en matière de cotation en bourse. Elle sous-tend la volonté de redonner une logique rationnelle au bon fonctionnement de l'entreprise, en limitant les coûts et certaines dérives financières ou managériales.

Cependant, comme l'ont souligné divers travaux (Barnes, 1984; Das & Teng, 1999), d'autres facteurs peuvent intervenir dans un processus de décision stratégique, comme l'influence et le rôle du dirigeant (Chief Executive Officer) en tant qu'acteur potentiellement dysfonctionnel en termes d'analyse ou de comportement. En effet, les biais cognitifs peuvent conduire à des écarts systématiques par rapport à une démarche logique et rationnelle en termes d'analyse et de jugement. Au-delà de caractéristiques communes à l'ensemble des décisions stratégiques, les recherches s'accordent à dire que le risque pour le dirigeant sous pression, de prendre des décisions erronées (mauvais choix de la cible par exemple), est plus élevé lors d'opérations à haut risque, présentant un contexte d'urgence et un degré élevé de visibilité médiatique. En effet, les décisions où un individu est confronté à des choix complexes, ambigus et incertains sont fortement biaisées (Ghiglione et Richard 1999). Cela tient au fait que les individus ont des capacités cognitives limitées de traitement et de mémorisation des informations. Ainsi, de nombreuses recherches recensent une multitude d'heuristiques et de biais cognitifs qui peuvent s'exercer chez un décideur⁵ (Hogarth 1980) en matière de sélection et d'interprétation des informations qui seront considérées par lui comme pertinentes. En dépit de leur utilité, ces heuristiques et biais peuvent se révéler erronés et conduire à des stratégies cognitives abusives, donnant lieu au développement d'actions déviantes chez le dirigeant. Si ces processus cognitifs dysfonctionnels sont bien décrits par la littérature, leur étude sur le terrain a été réalisée, dans la majorité des cas, en laboratoire et avec un protocole de recherche spécifique conçu pour tester un type de biais donné dans un contexte particulier (Kahneman et al. 1982).

En revanche, les recherches empiriques en situation s'avèrent extrêmement rares, en dépit d'un intérêt académique et pratique certain. Nos travaux actuels nous conduisent ainsi à davantage sensibiliser les professionnels sur les risques d'apparitions d'erreurs managériales dans ce type de situations, et de les aider à mieux en comprendre les facteurs déclenchant et les causes.

REFERENCES

- Achleitner, A-K, Betzer, A., Hinterramskogler, B., 2008, Private Equity Investors as Corporate Governance Mechanism in Continental Europe, Working Paper, Center for Entrepreneurial and Financial Studies, Technische Universität München, TUM Business School
- Admati, Pfleiderer et Zechner, 1994, Large shareholder activism risk sharing and financial market equilibrium, *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, volume 102(6), p 1097-1130
- Allouche J. & Amann B., 2002, L'actionnaire dirigeant de l'entreprise familiale, *Revue Française de Gestion*, 28 (141), 109 – 130.
- Andres, C., 2008, Large shareholders and firm performance-an empirical examination of founding-family ownership, *Journal of Corporate Finance*, 14 (4), 431-445
- Bharath S. & Dittmar A., 2006, To be or not to be (public), Working paper, University of Michigan

Barnes, J.H., 1984, Cognitive biases and their impact on strategic planning, *Strategic Management Journal*, 5 (2), 129-37

Bazerman, M.H., 1994, *Judgment in managerial decision making*, 3rd edition, New York Wiley

Beach L.R., 1990, *Image theory: decision making in personal and organizational contexts*, Chichester, UK: Wiley

Das T.K. & Teng B., 1999, Cognitive biases and strategic decision processes: an integrative perspective, *Journal of Management Studies*, 36 (6), 757-778

DeAngelo H. & DeAngelo L., Rice E., 1984, Shareholder wealth and going private, *Journal of Law and Economics*, 27, 367-402

Desbrières P. & Schatt A., 2002, The impacts of LBOs on the performance of acquired firms: the French case, *Journal of Business Finance and Accounting*, 29 (5-6), 695-729

Duhaime, I.M. & Grant J.H., 1984, Factors influencing divestment decision making : evidence from a field study, *Strategic Management Journal*, 5 (4), 301-318

Fama E. & Jensen M., 1983, "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26, 301-326.

Fenn, D., 1994, Are your kids good enough to run your business ?, Inc, August, 36-48

Fournier A., 2013, "Sortir de la bourse, pour quoi faire ?", Le Monde, 9 Août.

Ghiglione, R. & Richard J.F., 1999, *Cours de psychologie: bases, methods et épistémologie*, Dunod- CNED, 3ème édition

Halpern P., Kieschnick R. & Rotenberg W., 1999, On the heterogeneity of leveraged going private transactions, *Review of Financial Studies*, 12 (2), 281-309

Haspeslagh, P. C. & Jemison, D. B. 1991, *Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal*, New York: The Free Press, 418.

Hayward, M. & Hambrick, D., 1997, Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris, *Administrative Science Quarterly*, 42 (1), 103-127

Heath C., S. Huddart & M. Lang., 1999, 'Psychological Factors and Stock Option Exercise', *The Quarterly Journal of Economics* 114(2), 601-627.

Hogarth R., 1980, *Judgment and Choice: the psychology of decision*, Chichester, John Wiley.

Jensen M.C & Meckling W., 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360

Jensen M.C, 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, 76 (2), 323-329

Kahneman D., Slovic P. & Tversky A., 1982, *Judgement Under Uncertainty: Heuristic and Biases*, Cambridge University Press.

Kothari, S.P., Mizik, N. & Roychowdhury, S., 2012. *Managing for the Moment: The Role of Real Activity Versus Accruals Earnings Management in SEO Valuation*, SSRN eLibrary.

Kosedag, A., Lane W.R., 2002, Is it Free Cash Flow, Tax Savings or Neither? An empirical study of two leading going-private explanations: the case of re-LBOs, *Journal of Business Finance and Accounting*, volume 29, pages 257-271

Land, V. and K. Hasselbach, 2000, "Going Private und Squeeze-Out nach deutschem Aktien, Börsen- und Übernahmerecht," *Der Betrieb*, 557

Langer E., 1975, The illusion of control, *Journal of Personality and Social Psychology*, 32 (2), 311-328.

Lefcourt H., 1973, The function of the illusion of control and freedom, *American Psychologist*, 28 (5), 417-425.

Lowenstein L., 1985, Management Buyouts, *Columbia Law Review*, 85, 730-784

March J.G., 1962, The business firm as a political coalition, *Journal of Politics*, 24 (4), 662-78

March J.G. & Simon H.A., 1993, *Organizations*, 2nd edition, Cambridge, MA:Blackwell

Marais L. & Schipper K., Smith A., 1989, Wealth effects of going private for senior securities, *Journal of Financial Economics*, 23, 155-191

Maug, E., 1998, Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control?, *Journal of Finance*, volume 53, pages 65-98

Michel A., Shaked I., 1986, *Takeovers madness: corporate America fights back*, New York: John Wiley and Sons

Miller D.T. & Ross, 1975, Self-serving biases in the attribution of causality: Fact or fiction?, *Psychological Bulletin*, 82 (2), 213-225.

Mintzberg H., Raisinghani D. & Theor A., 1976, The structure of unstructured decision processes, *Administrative Science Quarterly*, 21, 246-75

Renneboog, L., Simons, T. & Wright, M., 2006, Public to Private transactions in the UK, Working paper, Tilburg University

Roll, R., 1986, The hubris hypothesis of corporate takeovers, *The Journal of Business*, 59 (2), 197-216

Sannajust, A., 2009, Motivations and Performance of Public to Private Transactions: an international study, PhD in Finance, University of Clermont-Ferrand, 310

Sannajust A., Chevalier A. & Arouri M., 2014, Drivers of LBO operating performance: an empirical investigation in Latin America , *European Business Review*, 27 (2), 102-123

Schulze W.S., Lubatkin M.H., Dino R.N. & Buchholtz A.K., 2001, Agency relationships in Family Firms : Theory of evidence, *Organization Science*, 12 (2) , 99-116.

Schwenk C.R., 1984, Cognitive simplification processes in strategic decision-making, *Strategic Management Journal*, 5 (2), 111-128

Schwenk C.R., 1985, Management illusions and biases: their impact on strategic decisions; Long Range planning, 18 (5), 74-80

Simon H.A., 1955, A behavioral model of rational choice, *Quarterly Journal of Economics*, 69 (1), 99-118

Singh, H., 1990, 'Management buy-outs and shareholder value.'*Strategic Management Journal*, 111-29.

Tversky A. & Kahneman D., 1974, Judgment under uncertainty: heuristics and biases, *Science* 185 (4157), 1124-31

Wagner R.K., 1991, *Managerial Problem solving*, in R.J. Sternberg and P.A. French, *Complex Problem solving*, Mahwah N.J. Erlbaum, 159-183,

Weir, C., Laing, D. & Wright, M., 2004, Public to private takeovers and the market for corporate control, Working Paper, University of Nottingham.

Weir, C., Laing, D., Wright, M. & Burrows, A., 2005, Financial distress costs, incentive realignment, private equity and the decision to go private: public to private activity in the UK, Working Paper, University of Nottingham.

Wright, M., Thompson, S., Robbie, K. & Wong P., 1995, Management buy-outs in the short and long term, *Journal of Business Finance and Accounting* 22 (4), 461-483.

Wright, M., Renneboog, L.D.R., Simons, T. & Scholes, L., 2006, Leveraged buyouts in the U.K. and continental Europe: retrospect and prospect, Discussion Paper 70, Tilburg University, Center for Economic Research.