DAUPHINE RECHERCHES

Le magazine de la recherche à Dauphine

DAUPHINE UNIVERSITÉ PARIS

PSL RESEARCH UNIVERSITY

N°16 et 17
NUMERO DOUBLE - JUIN 2014

EFMD EQUIS ACCREDITED

EDITO

L'évaluation de nos centres de recherche par l'AERES a mis en exergue l'excellence de nos équipes. Les six centres de recherche ainsi que l'Ecole doctorale ont tous été notés A ou A+ en progression par rapport à l'évaluation de 2008.

Cette excellence est également soulignée par les succès de nos chercheurs et enseignants-chercheurs. Ainsi, Massimiliano Gubinelli a été admis membre de l'Institut Universitaire de France, Maria Esteban a été élue à la présidence de l'ICIAM (l'association mondiale des mathématiques appliquées) et trois projets de recherche portant respectivement sur le développement durable, sur la santé, le vieillissement et les retraites en Europe et sur les relations industrielles et le dialogue social ont été sélectionnés par la Commission Européenne.

Dauphine continue ainsi à développer sa recherche dans un petit nombre de disciplines, centrées sur les sciences des organisations et de la décision, et à combiner des recherches disciplinaires fondamentales de haut niveau, portées par les centres de recherche, à des recherches croisées aux frontières des disciplines portées par les 25 chaires, cercles et initiatives de recherche qui viennent renforcer nos interactions avec notre environnement économique et sociétal tout en favorisant le développement d'approches transdisciplinaires originales. Parmi les derniers nés, la chaire « Économie et Gestion des nouvelles données », en partenariat avec Havas, qui a démarré ses travaux et parraine le lancement d'un master impliquant Dauphine et l'ENS au sein de PSL sur le thème des Big Data, la Chaire « Fonds souverains », en partenariat avec Amundi, et le Cercle de l'Innovation, en partenariat avec TAKT, REUNICA, Merck Millipore, SOFAXIS, MNM Consulting, GRT Gaz, a également démarré ses travaux.

Qu'il s'agisse de recherche fondamentale ou appliquée, recherche et enseignement vont toujours de pair. Et afin que les fertilisations croisées entre recherche et enseignement puissent couvrir tous les champs et toutes les disciplines présentes à Dauphine et suite à l'intégration de l'Institut Pratique de Journalisme (IPJ) comme composante de Dauphine, l'université a entamé un rapprochement avec une unité propre du CNRS, le Laboratoire Communication et Politique, qui devrait, dès 2015, constituer une nouvelle équipe de recherche au sein de l'IRISSO.

Dauphine est enfin en mesure de développer un positionnement fort sur des thématiques larges et trans-disciplinaires afin de s'afficher et d'être reconnue comme un lieu unique d'expertise sur ces thématiques. Le thème du risque (risque financier, risque et assurances, risque santé) est au cœur de ce positionnement et c'est ainsi que les prochains mois verront les pôles Santé, Assurance et Finance portés sur les fonts baptismaux.

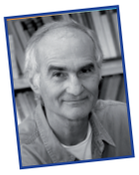
Ce double numéro présente quelques travaux de recherche réalisés à Dauphine dans le domaine de la finance et jette un coup de projecteur sur le pôle Finance baptisé « House of Finance ».

Je profite de l'occasion pour souhaiter un joyeux anniversaire au LAMSADE qui fête cette année ses 40 ans.

Elyès Jouini, Vice-président de la Recherche de l'Université Paris-Dauphine

SOMMAIRE

SOMMAIRE
SOMMAIRE



Si l'euro n'était plus une monnaie unique ?
Bruno Théret
→ Page 4/5

Définir une stratégie de couverture en tenant compte des coûts de transaction
Bruno Bouchard
→ Page 12/13

Comment définir la stratégie d'investissement optimale des fonds souverains ?
Marie Brière
→ Page 6/7

Droit des affaires : entre recommandations et obligations
Antoine Louvaris
Annick Bienvenu-Perrot
→ Page 14/15

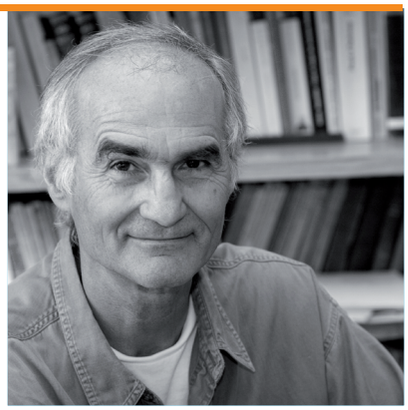
Comment mieux mesurer la liquidité ?
Gaëlle Le Fol
→ Page 8/9

Contrôlant ou amical, quel est le système de gouvernance optimal ?
Edith Ginglinger
→ Page 16/17

House of Finance
→ Page 10/11

LAMSADE : 40 ans de recherche pour décider et aider à décider mieux
→ Page 18/19

Si l'euro n'était plus une monnaie unique ?



Bruno Théret est ingénieur de l'École Centrale des Arts et Manufactures de Paris, docteur d'État es sciences économiques (Université Paris I), et détenteur d'une maîtrise et d'un Diplôme d'Études Approfondies en sociologie (Université Paris V). Il a été de 1972 à 1987 Chargé de mission à la Direction de la Prévision du Ministère de l'économie et des finances. Il est aujourd'hui Directeur de recherche émérite au CNRS en poste à l'IRISSO. Ses domaines de recherche portent sur les relations entre politique et économie, les systèmes de protection sociale, les systèmes monétaires et financiers, le fédéralisme politique et budgétaire, et la théorie des institutions.

Site web :
http://www.irisso.dauphine.fr/

D'après un entretien avec Bruno Théret et les articles cités en bibliographie.

Bien plus qu'un simple instrument économique, la monnaie revêt une dimension politique et symbolique. Aussi, la redéfinition de la politique monétaire européenne pourrait faire avancer l'Union vers une sortie de crise. C'est le sens des travaux de Bruno Théret présentés dans cet article.

L'explosion des dettes publiques de certains pays européens, et les tensions qu'elle a engendrées, ont mis en évidence le manque de solidarité entre les membres de la zone euro. En parallèle, la monnaie unique fait l'objet de nombreuses critiques, et est souvent désignée par les populations comme responsable de la profonde crise économique que traverse actuellement l'Europe. Un double constat d'échec qui remet en cause l'unité de la zone euro.
L'une des causes de cette situation résiderait dans la conception de la politique monétaire. « La monnaie n'est pas neutre, affirme Bruno Théret. Elle a une dimension symbolique et politique très forte. Aussi, la logique d'émission choisie a des conséquences directes sur la distribution de l'accès à la monnaie. »

Des inégalités renforcées par la politique monétaire

En la matière, deux logiques de création monétaire cohabitent. La première, publique, accorde un rôle majeur à l'État, qui distribue des ressources en émettant de la monnaie, puis la récupère grâce à l'impôt. La seconde, privée, place les marchés capitalistes au cœur du système monétaire, l'allocation des ressources étant assurée par les banques commerciales. C'est la voie exclusive choisie par l'Union Européenne, les États ayant renoncé à leur pouvoir d'émission monétaire au profit du système bancaire. Or le système de monnaie de crédit bancaire accroît les inégalités entre pays riches et pays pauvres, les premiers bénéficiant d'un crédit plus facile auprès des banques. « La politique monétaire actuelle favorise les pays du Nord, plus riches, au détriment des pays du Sud, explique le chercheur. Elle exacerbe les différences de niveaux économiques au sein de la zone euro. » En outre, en l'absence d'une véritable fiscalité européenne, il est impossible de compenser ces disparités. « Dans ces conditions, la construction d'une union politique est inenvisageable » poursuit l'auteur.

Mutualiser les dettes

Pour retrouver une cohésion socio-politique au sein de l'Europe, Bruno Théret considère alors trois pistes. Première voie envisagée : fonder l'union politique sur un transfert des dettes souveraines des États membres. Concrètement, il s'agirait de mutualiser l'ensemble des dettes en une seule dette européenne. Celle-ci serait financée par l'instauration d'une taxe extérieure. « Les États-Unis se sont fondés sur ce modèle, précise Bruno Théret. Suite à la guerre d'indépendance, les dettes des États ont été transférées au niveau fédéral, tandis qu'un impôt a été instauré sur le commerce extérieur afin de payer les intérêts. » Cette option implique toutefois la mise en œuvre d'une fiscalité commune, un projet qui est loin de remporter l'adhésion des responsables européens…

Une couverture sociale européenne

La deuxième piste proposée consiste à fonder l'union politique sur une dette sociale. Une couverture sociale européenne verrait ainsi

le jour. L'Europe en fixerait le cadre en édictant les droits et objectifs communs ; à charge ensuite aux États d'assurer la mise en application. Le principe de subsidiarité, en vigueur en Europe, serait ainsi respecté. « La dette sociale est la plus apte à fonder en légitimité un ordre politique démocratique, affirme Bruno Théret. Elle institue une citoyenneté sociale à l'échelle européenne et participe à la fondation d'une union politique. » À ce titre, elle représente la solution la plus aboutie, et la seule à pouvoir inscrire dans la durée « une Europe définitivement pacifiée et démocratisée ». Elle est également la plus délicate à mettre en œuvre car elle implique une coordination politique étroite entre les membres de la zone euro.

Une monnaie commune mais pas unique

C'est pourquoi l'auteur préconise une troisième voie : conserver l'euro comme monnaie commune tout en autorisant, en parallèle, la création de monnaies secondaires. Adossées aux recettes fiscales, les devises nationales seraient émises par les trésors publics des pays membres et maintenues à parité avec l'euro. Elles serviraient principalement à stimuler les économies régionales et à soutenir les PME. Les petites et moyennes entreprises sont en effet les premières touchées par les fermetures des crédits bancaires durant les périodes de crise. L'utilisation de monnaies secondaires compenserait, en partie, les inégalités d'accès à la monnaie commune entre pays du nord et pays du sud. « Une monnaie unique ne peut fonctionner que dans un État unifié et homogène. Une fédération d'États hétérogènes a besoin de plusieurs monnaies, ajoute Bruno Théret. Il est toutefois nécessaire de respecter quelques règles. Les monnaies secondaires doivent être émises dans des conditions raisonnables et circuler uniquement au niveau national. » En outre, il n'y aurait aucune obligation pour un pays de créer ce type de monnaie. La possibilité serait offerte aux différents pays, libre à chacun de la saisir ou non.

Contrairement aux deux premières options, l'instauration d'un tel « fédéralisme monétaire » n'impliquerait pas la création d'une fiscalité européenne. Elle apparaît à ce titre, dans la conjoncture actuelle, plus aisément réalisable et peut constituer une « voie de sortie par le haut » de la crise européenne.

APPLICATIONS PRATIQUES

L'article de Bruno Théret définit trois pistes pour retrouver une certaine cohésion socio-politique au sein de la zone euro. Il met notamment en avant un système de fédéralisme monétaire. L'euro resterait l'unité de compte commune, mais cohabiterait avec des monnaies secondaires émises par les différents trésors publics.

Bibliographie

• « Dettes et crise de confiance dans l'euro : analyse et voies possibles de sortie par le haut » La Découverte, Revue Française de Socio-Économie, n° 12, décembre 2013, B.Théret.

• « La monnaie dévoilée par ses crises », (direction de publication), Paris, Editions de l'EHESS, 2 volumes, décembre 2007, B.Théret.

À paraître :

• « Monetary Plurality in Economic Theory », to be published in Georgina Gomez (ed.), Economies with multiple currencies, London, Pickering & Chatto Publishers, J. blanc, L. Desmedt, L. Le Maux, J. Marques-Pereira, P. Ould Ahmed, B. Théret.

• « Monetary experiments of complementarity among fiscal currencies in contemporary federal polities : some general principles and the case of Argentina between 1984 and 2003 with special attention paid to the Bocade of the Tucuman Province», to be published in Georgina Gomez (ed.), Economies with multiple currencies, London, Pickering & Chatto Publishers, B. Théret.

Comment définir la stratégie d'investissement optimale des fonds souverains ?

D'après un entretien avec Marie Brière et les articles cités en bibliographie.

Marie Brière est responsable du Centre de Recherche aux Investisseurs chez Amundi, professeur associé à l'Université Paris-Dauphine et chercheur associé au LEDa-SDFi. Elle est entrée chez BNP Paribas en 1998 avant d'intégrer le Crédit Agricole Asset Management. Depuis 2010, elle conduit des recherches sur des questions d'allocation à long terme et de gestion des risques, dans le but de conseiller les investisseurs institutionnels. Elle est l'auteur d'un ouvrage sur la formation des taux d'intérêt, et de nombreux articles scientifiques. Depuis 2012, elle est l'éditeur du journal Bankers, Markets and Investors. Diplômée de l'ENSAE, Marie Brière est docteur en Sciences Économiques et habilitée à diriger des recherches.

Site web:
http://leda.dauphine.fr/
Page personnelle :
http://mariebriere.fr/

Les fonds souverains sont devenus en quelques années des acteurs majeurs du marché financier. En se basant sur des méthodes traditionnellement utilisées pour les entreprises, Marie Brière et son coauteur estiment les expositions aux différentes sources de risque du bilan des États. Ils proposent une stratégie d'investissement pour les fonds souverains, dans une logique de gestion conjointe de leurs actifs et de leur passif.

Du Brésil au Chili, en passant par le Qatar, les fonds souverains, ces fonds d'investissement contrôlés par des États, se sont multipliés au cours des dernières années. Une récente étude[1] estime qu'au niveau mondial, l'ensemble de ces véhicules totaliserait 5,38 trillions de dollars d'actifs en 2013. Une masse imposante qui regroupe des fonds avec des objectifs très variés comme le financement des retraites, la diversification des matières premières, la stabilisation du budget, ou encore le soutien à des filières stratégiques ou à des entreprises en difficulté.

Si la littérature sur le sujet existe, elle ne donne bien souvent qu'une vision partielle de ces fonds institutionnels. Ainsi, les travaux de recherche analysant les investissements de ces fonds se concentrent sur leurs prises de participation publiques dans des actions cotées, alors qu'un grand nombre d'investissements sont dans de nombreux cas non divulgués, se font via des fonds gérés par des sociétés de gestion ou dans des entreprises non cotées. Par ailleurs, les travaux sur l'allocation optimale des fonds appartenant aux États distinguent généralement les différentes institutions publiques, en séparant fonds souverains, fonds de pension publics et banques centrales. Or, durant la crise, les États, en quête d'argent, ont utilisé indifféremment les ressources des différentes entités. Preuve que dans la pratique, il n'existe pas toujours de stricte séparation.

Face à ces constats, Marie Brière, en collaboration avec Zvi Bodie, professeur à l'Université de Boston, s'est penchée sur la stratégie de ces investisseurs particuliers avec l'objectif d'établir un modèle d'allocation optimale tenant compte de l'ensemble des informations disponibles concernant le bilan financier et les objectifs des États. Souhaitant avoir une vision générale des investissements des États, les auteurs ont considéré une allocation d'actif globale au niveau d'un État. Celle-ci ne se limite pas aux fonds souverains mais considère toutes les ressources de l'État.

La gestion d'entreprise appliquée aux États

Pour mener cette recherche, les auteurs ont appliqué aux États une méthode de gestion traditionnelle pour de nombreux acteurs financiers, à savoir le principe de la gestion actif passif. Dans un premier temps, ils établissent une présentation type et une estimation du bilan d'un État. Puis ils proposent un modèle permettant de définir l'allocation optimale, c'est-à-dire une allocation à même de couvrir les risques tout en assurant un rendement.
Pour réaliser la première étape, les chercheurs s'appuient sur le modèle de Merton. Ce dernier détermine la valeur d'une entreprise en fonction de la valorisation, faite par le marché, de ses actions et de sa dette. La même technique est utilisée pour un État. Les dettes externe et interne du pays représentent le passif, tandis que les actifs financiers et le surplus fiscal se placent du côté de l'actif. En se basant sur des données publiques, il est

1 Source : 2014 *Preqin Sovereign Wealth Fund Review*

Comment définir la stratégie d'investissement optimale des fonds souverains ?

ainsi possible de réaliser une estimation de la valeur totale du bilan souverain, ainsi que les sensibilités des différents postes du bilan aux différentes sources de risque qui l'affectent (évolution du prix des matières premières exportées, inflation, etc.).
Dans un second temps, les auteurs ont déterminé un modèle d'allocation optimale capable de couvrir le passif et de diversifier l'actif. Il inclut un portefeuille spéculatif et une allocation additionnelle, elle même composée de trois termes correspondant à des portefeuilles de couverture des évolutions de la dette externe, de la dette interne, et du surplus fiscal.

Une stratégie purement financière

Le modèle proposé définit la stratégie « idéale » d'un point de vue financier. Autrement dit, celle qui permet au fonds de couvrir ses dépenses et diversifier les sources de risque de ses revenus, et éventuellement de se constituer une épargne. Un idéal théorique qui ne colle pas toujours à la réalité. En effet, les chercheurs ont constaté que les portefeuilles des fonds étaient souvent beaucoup moins diversifiés en pratique que selon leurs estimations basées sur le modèle théorique. Ils sont généralement très concentrés, tant en manière de typologie d'actifs que de géographie. Ainsi, les bons du Trésor des pays occidentaux, en particulier des États-Unis, sont sur représentés.
Cet état de fait s'explique en partie par la complexité des objectifs assignés aux fonds souverains. Leur stratégie ne se réduit pas à une quête de rentabilité, et mêle souvent objectifs financiers et intérêts politiques. Durant la crise, par exemple, les fonds ont souvent été sollicités pour soutenir des filières stratégiques ou des entreprises en difficulté.
Dans ce contexte d'enjeux multiples, une coordination des différentes institutions publiques est indispensable. Les auteurs préconisent un dialogue plus soutenu entre banque centrale, Trésor public et fonds souverain. L'expérience montre bien qu'une stricte séparation entre ces organismes ne correspond pas à un mode de gestion financière efficace des États.

Bibliographie

- « Sovereign Wealth and Risk Management: a Framework for Optimal Asset Allocation of Sovereign Wealth », Journal of Investment Management, Q1 2014, p.45-61, de Zvi Bodie et Marie Brière.

- « Optimal Asset Allocation for Sovereign Wealth Funds : Theory and Practice », Bankers Markets and Investors, Jan Feb 2014, p.45-61, de Zvi Bodie et Marie Brière.

- « Asset-Liability Management Decisions for Sovereign Wealth Funds », Martellini L., Milhau V., 2010, Edhec-Risk Institute Publication.

- « Optimal Reserve Composition in the Presence of Sudden Stops, the Euro and the Dollar as Safe Haven Currencies », Beck R., Rahbari E., 2008, European Central Bank, Working Paper, No 916.

APPLICATIONS PRATIQUES

Marie Brière publie des travaux académiques à destination des grands investisseurs institutionnels (banques centrales, fonds de pension, etc.) afin de guider leurs allocations d'actifs.

La stratégie des fonds souverains entre dans ce cadre d'étude de l'investissement à long terme. L'article vise à guider les États dans leurs allocations d'actifs et à définir une allocation cible permettant de couvrir les risques financiers auxquels ils sont soumis tout en assurant un rendement.

Comment mieux mesurer la liquidité ?

D'après un entretien avec Gaëlle Le Fol et les articles cités en bibliographie.

Gaëlle Le Fol est Professeur de Finance à l'Université Paris–Dauphine et chercheur à DRM-Finance. Elle est responsable scientifique de QMI (Quantitative Management Initiative : www.QMInitiative.org) et dirige le Master 203 – Financial Markets. Elle a obtenu un doctorat d'économie à l'Université Paris 1. Elle est agrégée des Universités en Sciences Économiques (2002). Ses recherches portent sur la microstructure des marchés financiers et l'économétrie de la finance. Elle s'intéresse notamment au comportement des investisseurs et leur impact sur les caractéristiques des échanges, la liquidité de marché et de financement, la contagion et le risque systémique, de même qu'au trading algorithmique à haute fréquence.

Site web :
http://www.drm.dauphine.fr/

Le niveau de liquidité est un élément déterminant dans le bon fonctionnement des marchés. Pourtant, il est encore très difficile de le mesurer, notamment car il dépend de plusieurs paramètres (de temps, de volume et de prix). Les travaux présentés par Gaëlle Le Fol et ses coauteurs proposent une nouvelle mesure de liquidité qui intègre ces différentes dimensions. L'objectif est d'anticiper les accidents de liquidité afin de mieux se couvrir contre ce risque.

Pouvoir vendre vite un actif sans modifier son prix, ou être capable d'échanger rapidement des volumes importants de titres avec très peu d'impact sur les prix, telle est la définition de la liquidité. Longtemps sous-estimée, cette question est devenue centrale après 2008. Les acteurs financiers ont réalisé qu'au delà du coût qu'il représentait, le manque de liquidité pouvait contribuer à entretenir, accentuer et propager une situation de crise.
En effet, une perte initiale entraine une augmentation du levier du portefeuille. Le gestionnaire est donc contraint de réduire ses positions en vendant une partie des titres liquides de son portefeuille, indépendamment de la qualité de ces titres. Les ventes vont pousser les prix des actifs restant en portefeuille à la baisse, ce qui va dévaloriser l'ensemble du portefeuille, et accroître une nouvelle fois son exposition au risque. Les gestionnaires peuvent alors être à nouveau obligés de vendre des actifs afin de respecter les seuils de risque, créant ainsi une spirale d'illiquidité.

Plus de 70 indicateurs de liquidité

Si la liquidité est un élément essentiel au bon fonctionnement de l'économie, elle est aussi particulièrement difficile à mesurer car elle dépend de plusieurs facteurs. Un facteur temps : est-il possible de vendre rapidement, un facteur volume : peut-on céder une quantité importante de titres, et un facteur prix : ces transactions sont-elles conclues à un bon prix ? Il existe un très grand nombre de mesures de liquidité. En effet, en 1997 Aitken et Winn en recensaient déjà plus de 70 ; chaque mesure étant imparfaite et se concentrant sur un seul aspect de la liquidité. Partant de ce constat, ainsi que des travaux de Goyenko et al. (2009), l'étude de Gaëlle Le Fol et ses coauteurs s'interroge sur ce qu'est une bonne mesure de liquidité. « Devons-nous nous concentrer sur une seule dimension, questionne la chercheuse. Si oui laquelle ? N'est-il pas préférable d'intégrer les différents éléments de temps, volume et prix ? Comment tenir compte des multiples dimensions ? ».
L'analyse en composante principale (ACP) peut être une possibilité. En effet, elle doit permettre de réaliser une sorte de moyenne de plusieurs mesures afin d'extraire un « facteur de pure liquidité ». Toutefois, en moyennant, cette méthode atténue les évènements exceptionnels. Elle n'est donc pas toujours capable de rendre compte des évènements de liquidité les plus importants, et peut omettre certains signaux majeurs.

Construire une méta-mesure

Face aux faiblesses des outils existants, les chercheurs ont construit une méta-mesure, capable d'identifier et d'anticiper les graves crises de liquidité. Basé sur quatre

Comment mieux mesurer la liquidité ?

indicateurs (le spread relatif bid/ask ; le taux de rotation d'un titre, le ratio Amihud et le spread effectif), MLiq mesure la probabilité que toutes les mesures signalent un problème de liquidité simultanément. Autrement dit, elle met en évidence les instants où l'ensemble des indicateurs passe d'un statut de liquidité normale à un statut d'absence de liquidité.

Les données utilisées concernent 5937 actions listées sur le NYSE et l'AMEX entre le 1er janvier 1964 au 31 décembre 2012. Les auteurs ont intégré le prix des actions, le rendement, le volume des transactions, et le nombre de parts en circulation. Ils ont appliqué leur méthodologie afin de construire leur méta-mesure. Puis, ils ont vérifié que les pics signalés par la méta-mesure correspondent bien à une crise de liquidité. Cette étape validée, ils ont ensuite étudié les rendements de portefeuilles long-short basés sur le niveau de risque de liquidité, déterminé par leur méta-mesure. Ils montrent qu'il existe une prime de liquidité.

Donner une vision dynamique de la liquidité

Grâce à ces différents tests, les chercheurs ont démontré la pertinence de leur indicateur. Ce dernier présente en effet deux avantages par rapport à ses concurrents. Tout d'abord, cet indicateur intègre les quatre dimensions de la liquidité. Par ailleurs, il permet de distinguer une faible liquidité, des accidents graves de liquidité. Ainsi, pour un gestionnaire de portefeuille un problème de liquidité devient grave s'il dure longtemps - il ne suffit pas d'attendre quelques jours pour que la liquidité revienne (travaux de Menkveld et Wang 2011) - ou s'il est particulièrement violent avec une disparition de la liquidité. Cet article s'intéresse à ce deuxième aspect. Il se focalise sur la dynamique (les moments où l'on passe d'une liquidité normale à un accident de liquidité) et non pas sur le niveau de chaque mesure. Il utilise un modèle de corrélation dynamique à changement de régime comme dans Pelletier (2006). « Il est toujours délicat de définir le seuil critique d'une mesure, explique Gaëlle Le Fol. À partir de quel niveau un indicateur signale-t-il un phénomène grave d'illiquidité ? » Enfin, en se concentrant uniquement sur les sauts de liquidité signalés au même moment par toutes les mesures, donc par toutes les dimensions de la liquidité, MLiq indique uniquement les situations réellement préoccupantes. Inclut dans une stratégie de gestion dynamique, MLiq distingue les évènements de faible liquidité, des graves accidents d'illiquidité. Elle peut permettre de vendre les titres les plus problématiques tant qu'il est encore temps, et s'intègre ainsi dans une stratégie de couverture contre le risque de liquidité.

Bibliographie

• Darolles S., J. Dudek et G. Le Fol, « MLiq, toward a meta-measure of liquidity », Document de travail.

• Goyenko, R., Holden, C., and Trzcinka, C. (2009). « Do liquidity measures measure liquidity? »
Journal of Financial Economics, 92(2):153–181.

• Menkveld, A. and Wang, T. (2012). « Liquileaks », Document de travail.

• Pelletier, D. (2006). « Regime switching for dynamic correlations » Journal of Econometrics, 131(1-2):445–473.

Applications pratiques

MLiq est une méta-mesure qui permet une gestion dynamique de la liquidité. Elle peut être utilisée par les gestionnaires d'actifs pour trier les portefeuilles et sortir les titres les moins liquides avant qu'ils ne deviennent problématiques. En s'appuyant sur cet outil, les investisseurs ont la possibilité de déterminer très rapidement quels titres sont confrontés à de gros problèmes de liquidité, puis de les vendre tant que les conditions de marché le permettent encore. MLiq s'inclut donc dans une stratégie de couverture contre le risque de manque de liquidité.

HOUSE OF FINANCE

Dauphine : un haut lieu pour l'enseignement et la recherche en finance

La finance, sujet interdisciplinaire par excellence, ne cesse de se développer au sein de l'Université Paris-Dauphine en économie, en gestion, en mathématiques, en informatique, ou encore en droit et sciences humaines. Autant de disciplines dans lesquelles l'Université est reconnue tant pour la qualité de son enseignement que pour l'excellence de sa recherche.
C'est pour mieux valoriser son offre et affirmer son positionnement que l'université a initié la transformation de l'Institut de Finance Dauphine en la House of Finance. Cette évolution s'est faite à travers une démarche constructive et progressive portée par un comité de pilotage pluridisciplinaire depuis fin 2013. Ce projet se concrétisera par une stratégie globale de communication, visant à apporter une meilleure lisibilité pour l'ensemble des formations et des activités de recherche liées à la finance. Actuellement 35 cursus de formation sont proposés, et plus d'une centaine d'enseignants-chercheurs travaillent dans le périmètre large de la finance.

La Finance à Dauphine en quelques chiffres

35 formations, initiales ou continues, de niveau master, executive master et certificat

Plus de **500** intervenants, académiques et professionnels

5 équipes de recherches

Une **100**aine de chercheurs et d'enseignants-chercheurs

14 chaires et initiatives de recherche, unissant l'université aux partenaires économiques

Une visibilité plus forte

Il est envisagé de créer un portail House of Finance, grâce auquel Dauphine entend bien accroître sa visibilité auprès de ses différents publics. Les étudiants pourront ainsi trouver plus aisément le parcours adapté à leur projet professionnel. La communauté académique verra ses travaux de recherche mieux valorisés auprès de ses pairs et des partenaires économiques. Les entreprises, quant à elles, bénéficieront d'une porte d'entrée sur les services de formation ainsi que de nouvelles possibilités de création de projets de recherche interdisciplinaires. L'objectif est de leur proposer une réponse souple et adaptée à leurs besoins.
En mettant les compétences et la force de frappe dauphinoises sous les projecteurs, la House of Finance contribuera également au rayonnement de l'université à l'international. À terme, des jumelages avec des « maisons de la finance » étrangères pourraient être envisagés, ainsi que la mise en place de partenariats diversifiés.
Ce projet constitue, d'autre part, un vecteur de développement des échanges, entre disciplines, au sein de l'université , et entre institutions avec les partenaires extérieures. À l'aube de son lancement, la House of Finance a vocation à refléter et à approfondir une dynamique collective impliquant les différents acteurs de la finance à Dauphine ainsi que les multiples partenariats académiques et professionnels dans ce champ.

Trois membres du comité de pilotage livrent leur vision de la House of Finance

Serge Darolles
Professeur, DRM

“ La House of Finance permettra de rassembler toutes les personnes de Dauphine liées à la finance, quelle que soit leur discipline. L’interdisciplinarité existe déjà au sein de notre université et elle peut s’afficher comme un argument de promotion de la recherche et de l’enseignement. En tant que chercheurs, nous rédigeons des papiers académiques que nous devons ensuite présenter dans des conférences. Or, plus nous nous regrouperons, plus notre visibilité sera grande. Appartenir à une House of Finance d’une centaine de chercheurs aura toujours plus d’impact. Le positionnement de Dauphine sera ainsi renforcé, ce qui peut faciliter également le recrutement de jeunes chercheurs, en France, comme à l’étranger.
D’autre part, de nombreuses sociétés de gestion, banques, assurances, souhaitent collaborer avec le milieu académique mais ne savent pas toujours quel interlocuteur contacter. La House of Finance servira de point d’entrée afin de mettre les ressources de Dauphine à disposition de ses partenaires actuels et futurs. ”

“ Je participe au comité de pilotage de la « House of Finance » d'un point de vue pédagogique, comme responsable du Master Informatique M2 MIAGE-IF (Informatique pour la Finance).
En tant qu’unique formation en informatique de Dauphine associée à la finance, il me semble important que ce master soit intégré à la «House of Finance».
Ce projet ne fera que renforcer la visibilité du master, qui a déjà acquis en cinq ans d’existance une solide réputation. Réunir des acteurs de la finance au sein d'une même structure devrait également faciliter la collaboration entre les masters liés à la finance, que ce soit via des échanges entre étudiants dont les formations sont complémentaires, ou l’organisation de cours ou séminaires communs par exemple.”

Maude Manouvrier
Maître de conférences, LAMSADE,
responsable du Master
Informatique pour la Finance

Sabine Montagne
Chargée de recherche
CNRS, IRISSO

“ Au sein du laboratoire de l’Irisso, nous sommes treize chercheurs à pratiquer la sociologie de la finance. De par la diversité de nos formations (sciences politiques, sociologie, économie), nous utilisons des courants de pensée différents mais nous partageons le même type de questionnement. Nous analysons en effet les processus sociaux à l’œuvre dans le secteur financier depuis les années 70, avec une attention particulière au rôle de l’État. Nous nous intéressons aussi à l’institutionnalisation des marchés : comment apparaissent-ils ? Comment se développent-ils ? Dans le cadre de nos travaux, nous avons besoin d'entretenir des contacts avec les professionnels du secteur. Pour ce faire, chaque chercheur utilise son propre réseau. La House of Finance pourra permettre d’institutionnaliser ces contacts et d’accroître les liens déjà existants avec le milieu financier. Ce secteur est soucieux de son image et apprécie d’avoir des regards extérieurs sur ses pratiques. Nous lui proposons une ouverture sur les travaux en sciences sociales étudiant les professions financières.”

Définir une stratégie de couverture en tenant compte des coûts de transaction

D'après un entretien avec Bruno Bouchard et les articles cités en bibliographie.

Bruno Bouchard est Professeur des Universités, chercheur affilié au Ceremade (UMR CNRS 7534). Il enseigne à l'Université Paris-Dauphine et à l'ENSAE-ParisTech. Ses recherches portent sur la finance mathématique, le contrôle stochastique et les probabilités numériques. Sa principale contribution en finance concerne la mise au point de nouveaux outils mathématiques permettant d'évaluer et de gérer les risques en fonction des critères prudentiels. Pour ses travaux, il a obtenu en 2013 le prix du Meilleur Jeune Chercheur de l'Institut Europlace de Finance.

Site web :
https://www.ceremade.dauphine.fr/~bouchard/bouchard.htm

Quel prix fixer à une option de vente ou d'achat ? Comment définir la stratégie de couverture associée à ce produit ? Ces problématiques sont centrales pour les professionnels de la finance. Si la littérature classique apporte des réponses, l'article de Bruno Bouchard et ses coauteurs les complète en offrant une méthode de calcul rapide et adaptée aux imperfections du marché.

Dans un contexte d'intensification des échanges financiers, les modèles mathématiques utilisés par les marchés doivent être de plus en plus performants afin de permettre des prises de position extrêmement rapides, et ce, sur un marché de plus en plus complexe.
Le travail de Bruno Bouchard s'inscrit dans ce cadre. Il porte plus particulièrement sur la couverture de produits dérivés et la problématique du « pricing d'option[1] ». Autrement dit à quel prix une banque doit elle proposer une option et quelle stratégie doit-elle adopter afin de se couvrir contre le risque lié à l'exercice de celle-ci.

D'un marché parfait…

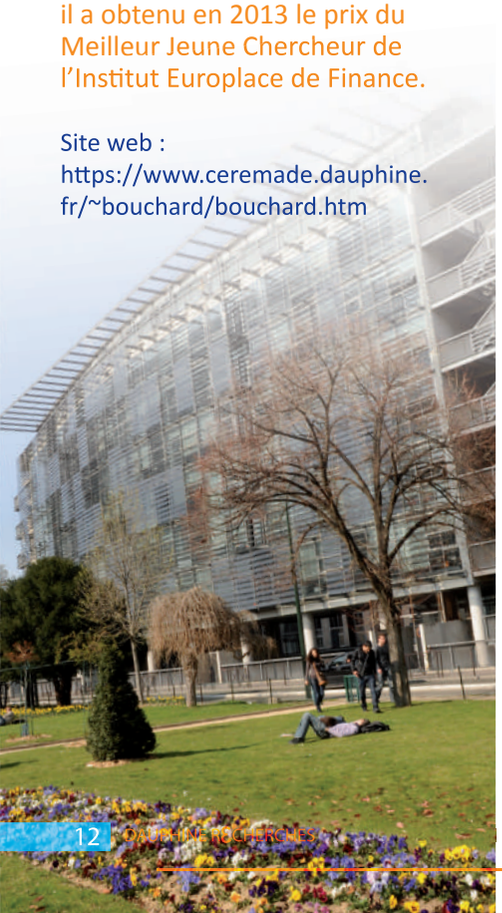
Le modèle de Black-Scholes fait référence en la matière. Il a eu un impact majeur sur les méthodes utilisées par les traders, tant vis-à-vis de l'évaluation du prix des options (la prime), que dans l'élaboration des techniques de couverture. Dans ce modèle, la couverture est parfaite et le prix de l'option est défini de manière unique par des arguments d'absence d'opportunité d'arbitrage. Le prix et les stratégies sont explicites, et simples à calculer dans leurs extensions aux modèles dits à volatilité locale. Ces derniers permettent de mieux rendre compte des dynamiques de marché.

Toutefois, le modèle de Black-Scholes suppose un marché parfait : sans coût de transaction, avec une parfaite information, une forte liquidité et pas d'impact sur le prix. Il ne s'avère plus pertinent en cas de friction ou de coûts de transaction non négligeables. Sur un tel marché, la banque est obligée d'accepter un certain niveau de risque sous peine d'exiger une prime trop élevée. En effet, pour que le gain obtenu par la stratégie de portefeuille de la banque soit impérativement supérieur au prix payé au client lors de l'exercice de l'option, le montant de la prime doit être particulièrement élevé. C'est le principe de sur-réplication. L'acceptation d'une part de risque est donc obligatoire en présence de coûts de transaction. Le critère de shortfall permet d'intégrer ce niveau de perte accepté. Son objectif : faire en sorte que la moyenne des pertes subies par la banque, évaluée via une fonction de perte, soit inférieure au niveau de risque fixé à l'avance.

… à l'intégration des coûts de transaction

S'appuyant sur le critère de shortfall, Bruno Bouchard a défini une nouvelle méthode qui caractérise le prix de couverture en incluant la notion de perte. Il propose une équation aux dérivées partielles qui permet le calcul de la prime par résolution numérique de l'équation. Le montant de la prime dépend ainsi de trois facteurs : le temps, la valeur du sous jacent, et le niveau de contrainte sur la perte moyenne. L'équation permet à la

1 L'option est un contrat entre deux parties par lequel l'une accorde à l'autre le droit de lui acheter (option d'achat) ou de lui vendre (option de vente) un actif, moyennant le versement d'une prime. L'achat (ou la vente) de cet actif se fera à un prix déterminé. Source : Vernimmen.net



Définir une stratégie de couverture en tenant compte des coûts de transaction

$$\begin{cases} P^\epsilon = p_o + \int_{t_o}^{\cdot} \hat{a}^\epsilon\left(\tau, S_\tau, P_\tau^\epsilon, X_\tau^\epsilon\right) dW_\tau \\ X^\epsilon = x_o + \int_{t_o}^{\cdot} X_\tau^\epsilon \frac{dS_\tau}{S_\tau} + \int_{t_o}^{\cdot} dL_\tau^{\epsilon+} - \int_{t_o}^{\cdot} dL_\tau^{\epsilon-} \\ (\cdot, P^\epsilon, X^\epsilon) \in \mathcal{J}_\epsilon \quad dt \otimes d\mathbb{P}\text{-a.e. on } [t_o, T] \\ L^{\epsilon\pm} = \int_{t_o}^{\cdot} \chi_{\{(\tau, P_\tau^\epsilon, X_\tau^\epsilon) \in \partial\mathcal{J}_\epsilon^\pm\}} dL_\tau^{\epsilon\pm} \end{cases}$$

$$\psi^\epsilon \quad = \quad v + \epsilon^2 \hat{u} + \epsilon^4 \varpi \circ \xi_\epsilon \quad , \quad \hat{a}^\epsilon := \frac{-\bar{\sigma}_0^\top D\psi^\epsilon}{\psi_p^\epsilon}$$

"Modèle simplifié asymptotiquement optimal"

fois de calculer le prix minimal afin de se couvrir dans un contexte de risque, mais également de déterminer la stratégie de portefeuille à avoir.
Cette méthode a cependant un inconvénient de taille : elle complexifie le calcul, et par conséquent, ralentit le processus de transaction. Elle est donc peu adaptée aux volumes traités par les banques.

Concilier rapidité et précision de calcul

Le chercheur a donc utilisé le modèle simple sans coût de transaction, de type Black Scholes, pour approcher un modèle plus complexe avec coût de transaction. Dans le détail, il part d'une fonction prix sans coût de transaction à laquelle il ajoute une correction. Cette correction dépend d'une part, du niveau de transaction, et d'autre part d'un terme connu ou facilement calculable. Bruno Bouchard donne une méthode pour calculer ce terme. Le modèle donne ainsi le prix de l'option (la prime) ainsi qu'une stratégie de couverture proche de l'optimale. Il permet d'approcher la qualité des résultats obtenus en tenant compte des frais de transaction, mais avec une méthode moins lourde en termes de calcul. Une méthode donc plus facile et plus rapide à appliquer au quotidien par les banques.

Applications pratiques

Les banques et brokers peuvent s'appuyer sur le modèle développé par Bruno Bouchard pour gérer la couverture des produits dérivés. Cette méthode définit le prix de l'option ainsi que la stratégie de couverture à adopter selon le critère de perte fixé par la banque. Elle se distingue des autres approches sur deux points. D'une part, elle inclut la notion de coût de transaction, et est ainsi plus proche du fonctionnement réel du marché. D'autre part, elle est facilement calculable et donc utilisable à grande échelle. Elle offre ainsi un bon compromis entre précision de calcul et rapidité.

Bibliographie

• « Hedging under an expected loss constraint with small transaction costs », Preprint, ArXiv:1309.4916, 2013, B. Bouchard, L. Moreau, H. Mete Soner.

• « Hedging under transaction costs in currency markets : a continuous-time model », Mathematical Finance, 2002. Yuri M. Kabanov and G. Last.

• « Stochastic target problems with controlled loss. » SIAM J. Control Optim., 48(5):3123-3150, 2009/10, B. Bouchard, R. Elie, and N. Touzi.

• « Homogenization and asymptotics for small transaction costs : the multidimensional case. » Preprint, ArXiv:1212.6275, 2012, D. Possamai, H.M. Soner, and N. Touzi.

Droit des affaires : entre recommandations et obligations

D'après un entretien avec Antoine Louvaris et Annick Bienvenu-Perrot.

Au côté du droit traditionnel, se développe un droit souple, particulièrement présent dans le secteur financier. Ce droit non obligatoire oriente les comportements des acteurs économiques. Mais entre conseil et obligation, il n'y a parfois qu'un pas.

Antoine Louvaris (à gauche)
• Professeur de droit public à l'Université Paris-Dauphine et membre du Cr2D (Centre de recherche Droit Dauphine)
• Directeur de l'Ecole Droit Dauphine
• Codirecteur du Master droit des affaires

Annick Bienvenu-Perrot (à droite)
• Maître de conférences en droit privé, HDR et membre du Cr2D
• Directrice du master juriste financier

Site web :
http://institut-droit.dauphine.fr/

« Droit souple » : l'expression paraît antinomique tant le droit est associé à la rigueur. Et pourtant... Depuis plusieurs années, des instruments juridiques se développent dans le seul but d'éclairer et d'orienter les acteurs. Contrairement à ce que l'on qualifie désormais de « droit dur », le droit souple ne crée ni droit ni obligation. Libre à chacun de le respecter ou non. « Le droit des affaires s'est toujours reposé sur ce type de recommandations, précise Annick Bienvenu-Perrot. Nous parlions alors d'usages. La nouveauté c'est qu'aujourd'hui ce droit souple prend de l'ampleur et se formalise dans des textes et documents. »

Le développement de ces recommandations est allé de pair avec la globalisation financière et les nouvelles politiques économiques qu'elle a engendrées. Chargés désormais de veiller à l'équilibre du marché plutôt que d'intervenir directement, les États mettent en œuvre une politique de régulation dans le but d'assurer le bon fonctionnement de l'économie tout en réduisant les risques systémiques. « Le droit souple participe à cette culture de la régulation, explique Antoine Louvaris. Il émane en partie des régulés et favorise le dialogue avec le régulateur. Il permet ainsi une corégulation ou une autorégulation supervisée.»

Le droit souple présente également un autre avantage : sa capacité d'évoluer beaucoup plus facilement que le droit dur. Dans un secteur aussi technique et mouvant que la finance, cette caractéristique est appréciable. N'étant soumis à aucune procédure obligatoire, il s'adapte aisément aux nouvelles pratiques professionnelles.

Des origines publiques et privées

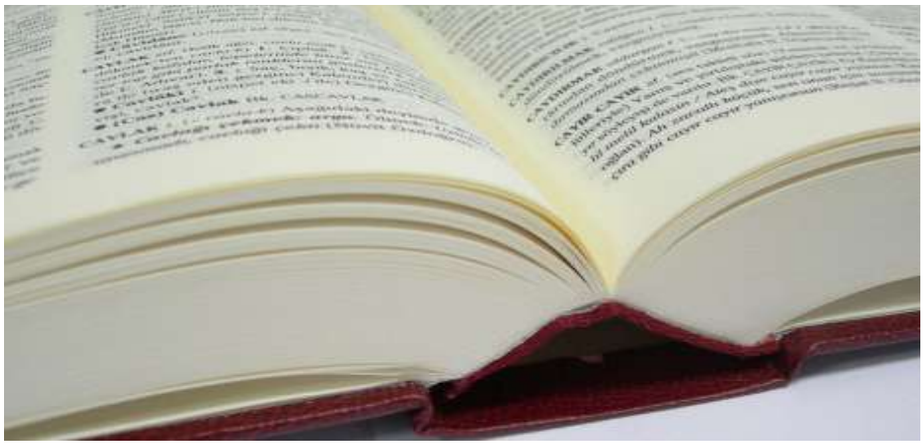
Les instances publiques participent, de façon importante, à l'élaboration du droit souple. Il s'agit spécialement, et par nature, des organes de régulation, comme l'AMF (Autorité des marchés financiers) et l'ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution) qui publient et développent une doctrine variée et formalisée à destination des régulés. Mais des orientations peuvent aussi émaner directement des professionnels concernés, dans un esprit d'autorégulation. Ce sont les usages, codes de gouvernement d'entreprise, et autres codes de déontologie.

Le droit souple intervient par ailleurs aux différents niveaux économiques. Au niveau microéconomique, il oriente les comportements contractuels en fournissant un modèle. La Chambre de commerce et d'industrie, par exemple, élabore des contrats types auxquels les banques peuvent se référer. Le droit souple rejoint ici l'idée de bonne pratique.

Une souplesse relative

Les chercheurs distinguent trois types de droit souple. Tout d'abord, un droit totalement souple et indépendant, à l'instar d'instruments indicatifs internes aux professions ou aux entreprises, ou encore des propositions du Club de Paris. Cet organe intervient entre les États et ses créanciers, et formule des solutions de règlements des dettes. Mais ces

solutions ne sont en rien obligatoires. Elles doivent être homologuées par les parties afin de devenir contractuelles.
Certaines règles de droit souple sont, elles, destinées à être reprises dans des lois. Ainsi, les orientations en matière de réglementation bancaire du Comité de Bâle sont souvent reprises au niveau européen. C'est le cas de la réforme dite de « Bâle 3 » qui impose aux établissements financiers d'accroître leurs fonds propres. Au plan interne, les codes de bonne conduite approuvés par les autorités de régulation deviennent, par exemple, du droit dur.
Enfin, il existe des règles de droit souple qui accompagnent des règles de droit dur, à l'image des recommandations de l'AMF, qui fournissent des interprétations de son règlement.



Les limites du droit souple

Mais le développement du droit souple soulève certains questionnements, en particulier sur sa prise en considération par la justice. S'il n'a théoriquement pas d'effets juridiques obligatoires, est-il pour autant totalement ignoré par les juges ? Dans le cas contraire, les tribunaux accordent-ils la même valeur à ces recommandations qu'aux règles de droit ? En la matière, la jurisprudence n'est pas uniforme. Un principe tend toutefois à apparaître : le « Comply or explain », « conformez-vous à la recommandation ou expliquez pourquoi.» Dans cette approche, respecter le droit souple est une manière de se protéger des sanctions prévues en cas de non-respect du droit dur. En se conformant, par exemple, aux recommandations de l'AMF, un opérateur bancaire ou financier s'assure de suivre correctement le règlement de l'autorité des marchés. « Le droit souple devient alors presque aussi contraignant que le droit dur » souligne Antoine Louvaris. Il se développe ainsi une exigence de conformité ex ante (« compliance »).
Les chercheurs concluent à l'existence de deux sortes de droit souple : un premier qui a vocation à rester souple, à l'image des pratiques professionnelles, et un second qui se durcit progressivement. Mais quelle que soit sa typologie, le droit relatif au secteur financier est victime d'inflation. Instructions, recommandations, prises de position, lois, règlements, le droit dur ou souple prolifère au risque, peut-être, d'entraver excessivement la liberté du marché.

Bibliographie

• Conseil d'État, Le droit souple, Etude annuelle 2013, Documentation française

• Le « soft law » en matière bancaire et financière. - Conclusion H.Synvet, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2012, dossier 8

• « Régulation économique et inflation normative », Revue de droit public et de la science politique en France et à l'étranger, 1 mars 2014, n°2, p.304 A.Louvaris

• « La soft law bancaire existe-t-elle ? » Journal des sociétés, n°116, février 2014, p.56 E. Jouffin

Applications pratiques

Le droit souple est très présent dans le secteur financier, tant au niveau macro-économique que micro-économique. Antoine Louvaris et Annick Bienvenu-Perrot étudient l'origine de ces instruments juridiques non contraignants, leur évolution, ainsi que leur prise en compte par les juges .

Contrôlant ou amical, quel est le système de gouvernance optimal ?

Edith Ginglinger est professeur à l'Université Paris-Dauphine où elle dirige le Master 104 Finance et est membre du conseil de la recherche de PSL. Ses enseignements et ses recherches portent sur la finance d'entreprise et la gouvernance des entreprises. Elle a créé le centre de recherche Dauphine Recherche en Management (UMR CNRS 7088) et en a été directrice jusqu'en 2009. Elle a co-dirigé la chaire de recherche FBF-Dauphine-HEC « Finance d'entreprise » de 2008 à 2013. Edith Ginglinger a participé à de nombreuses instances d'évaluation de la recherche (CNRS, AERES). Elle est l'auteur de plusieurs ouvrages, ainsi que de nombreux articles dans des revues internationales.

Site web :
http://drm.dauphine.fr/fr/finance/membres/edith-ginglinger

D'après un entretien avec Edith Ginglinger et l'article « Freedom of choice between unitary and two-tier boards : an empirical analysis » réalisé dans le cadre de la Chaire Finance d'Entreprise, unissant l'Université Paris-Dauphine et HEC, avec le soutien de la Fédération Bancaire Française.

En France, les sociétés anonymes ont le choix entre deux systèmes de gouvernance : le système moniste, avec un conseil d'administration, et le système dualiste avec un conseil de surveillance et un directoire. Dans la forme moniste, le conseil d'administration est tout à la fois chargé de contrôler la direction et de fixer les orientations stratégiques. La forme dualiste consacre quant à elle le principe de la séparation de la direction et du contrôle. Un membre du conseil de surveillance ne peut siéger au directoire, ni être salarié de l'entreprise. Comment choisir entre ces deux options ? Répondent-elles à des besoins différents ? Telles sont les questions auxquelles répond l'étude présentée.

La question de la gouvernance des entreprises s'invite de plus en plus dans les débats politiques et économiques. Elle est notamment mise en avant lors des scandales financiers ou des hausses, parfois considérables, des rémunérations des dirigeants. Un renforcement du caractère disciplinaire des conseils est souvent évoqué, et trouve échos dans les évolutions réglementaires : nomination d'administrateurs indépendants, multiplication des comités… Mais cette méthode de fermeté est-elle réellement la plus efficace ? Est-ce la meilleure voie pour s'assurer de la bonne gouvernance des sociétés ?
Certains auteurs, à l'instar d'Adams et Ferreira (2007) affirment le contraire. Selon eux, mieux vaut un conseil amical afin d'inciter le directeur général à partager ses informations avec les administrateurs. Car sans information de qualité, le conseil ne peut ni orienter, ni contrôler…

L'exception française

Edith Ginglinger et ses coauteurs ont souhaité valider empiriquement la théorie d'Adams et Ferreira en étudiant le cas français. La France est en effet l'un des rares pays à proposer le choix entre une structure de gouvernance moniste (dite aussi unitaire) avec conseil d'administration, et une structure de gouvernance dualiste avec conseil de surveillance et directoire. Les chercheurs ont ainsi analysé les évolutions des modes de gouvernance des entreprises du SBF 250 entre 1998 et 2008.
Traditionnellement, le système unitaire est considéré comme amical tandis que le système dualiste est jugé plus contrôlant. L'étude d'Edith Ginglinger a d'ailleurs confirmé cette hypothèse. En effet, les mauvaises performances sont plus souvent sanctionnées par un changement de dirigeant dans un système dualiste, que dans un système unitaire. Ce point vérifié, les auteurs ont ensuite tenté de déterminer les motifs qui orientaient les sociétés vers tel ou tel mode de gouvernance.

Information contre bénéfice privé

Il en ressort que le choix dépend principalement de deux critères : la plus ou moins forte asymétrie de l'information, et l'importance des bénéfices privés.
Si l'entreprise est soumise à une forte asymétrie d'information, autrement dit que peu d'information publique circule à son sujet ou sur son secteur, un conseil amical s'avère

Contrôlant ou amical, quel est le système de gouvernance optimal ?

plus pertinent. Le conseil d'administration est en effet très dépendant du dirigeant en matière d'information, et a donc intérêt à s'assurer sa bonne coopération. C'est le cas notamment des entreprises évoluant dans les secteurs technologiques où bon nombre d'éléments sont concentrés dans les mains du manager.

A contrario, un mode de gouvernance plus contrôlant est nécessaire lorsque le chef d'entreprise a accès à de nombreux bénéfices privés. Cette expression désigne le fait qu'un dirigeant dispose d'avantages non partagés avec l'ensemble des actionnaires. Il peut s'agir de bénéfices en nature, ou encore de prérogatives (possibilité de nommer quelqu'un de son entourage, de favoriser une autre de ses sociétés pour un contrat, etc). Les médias, par exemple, peuvent représenter un intérêt de visibilité et de notoriété pour le dirigeant sans pour autant correspondre aux intérêts économiques des actionnaires. Dans ce cas, une structure dualiste, de type conseil de surveillance/directoire, est recommandée, afin de garantir l'alignement des intérêts entre manager et actionnaires.

À noter qu'Edith Ginglinger s'est également penchée sur la distinction des postes de président du conseil et de directeur général, possible en France dans le système unitaire depuis 2001. Les codes de bonne gouvernance recommandent généralement cette pratique. Néanmoins, l'auteur montre que la séparation entre ces deux fonctions ne peut constituer un substitut à la structure dualiste. Le contrôle demeure plus faible.

Choisir : un vrai plus pour les entreprises

Le conseil « idéal » n'existe donc pas. Il varie d'une entreprise à une autre en fonction des caractéristiques de celle-ci. Aussi, le fait d'offrir le choix entre deux types de conseil est source de valeur pour les entreprises. La question de la gouvernance est d'ailleurs une véritable préoccupation. Les sociétés s'interrogent très régulièrement sur ce sujet, souvent annuellement, afin de savoir si le système choisi correspond toujours à leurs besoins. Si la France donne le choix entre structure moniste et structure dualiste depuis 1966, elle a longtemps fait figure d'exception dans le paysage européen. La situation a évolué en 2004 avec la création du statut de Societas Europeae (SE), personnalité juridique de droit communautaire. Les entreprises européennes choisissant ce statut peuvent désormais opter librement pour une structure moniste ou une structure dualiste ; une opportunité qu'elles ont saisie. En Allemagne, par exemple, près d'un tiers des sociétés optant pour le statut de SE ont basculé dans le système unitaire. Preuve qu'offrir une alternative répond à un réel besoin.

Applications pratiques

La question du type de gouvernance est régulièrement étudiée par les entreprises. Les grands groupes l'évoquent quasi annuellement. L'article d'Edith Ginglinger permet de guider les entreprises dans leurs réflexions et de les aiguiller vers le conseil le plus approprié à leurs caractéristiques. Un conseil d'administration est plus adapté en cas d'asymétrie d'information importante, tandis qu'un système conseil de surveillance/directoire est recommandé si le dirigeant a accès à des bénéfices privés.

Bibliographie

• « A theory of friendly boards » Journal of Finance 62, 217–250. Adams, R., Ferreira, D., 2007.

• « Freedom of choice between unitary and two-tier boards : an empirical analysis », Journal of Financial Economics, forthcoming, F. Belot , E. Ginglinger, M. Slovin and M. Sushka, 2014.

DAUPHINE UNIVERSITÉ PARIS

PSL RESEARCH UNIVERSITY

A l'occasion de ses quarante ans
le LAMSADE invite :

6 octobre 2014

Hervé Moulin

University of Glasgow

20 novembre 2014

Frédérique Segond

Groupe Viseo

Ont été invités :

13 mars

Christophe Baroux
Google France
Cloud Platform

21 mai

Christos Papadimitriou
Computational ideas and the theory of evolution

cnrs

EFMD EQUIS ACCREDITED

40

LAMSADE

1974-2014

Laboratoire d'analyses et modélisation de systèmes pour l'aide à la décision - CNRS-UMR 7243
Université Paris-Dauphine, Place du Maréchal de Lattre de Tassigny, 75016 PARIS
www.dauphine.fr
www.lamsade.dauphine.fr

LAMSADE : 40 ans de recherche pour décider et aider à décider mieux

Le LAMSADE (Laboratoire d'Analyse et Modélisation de Systèmes pour l'Aide à la DEcision) est un centre de recherche établi en 1974 et une unité mixte de recherche du CNRS et de l'Université Paris-Dauphine depuis 1976 sans interruption. Les thèmes de recherches originels de l'Aide à la décision et de la Recherche Opérationnelle ont ensuite été complétés par l'Informatique Décisionnelle, la Théorie de la Décision et l'Intelligence Artificielle.

Le LAMSADE propose des solutions pour la conception, l'utilisation et la validation de modèles formels d'Aide à la Décision. Les recherches menées commencent en amont des processus de décision, passent par l'extraction, l'apprentissage et la modélisation des données, des valeurs, des préférences, la conception des méthodes et systèmes (qui peuvent montrer une certaine autonomie et/ou intelligence) jusqu'à l'étude des aspects algorithmiques sous-jacents, et finissent en aval avec la validation et l'insertion des recommandations dans des contextes organisationnels réels.

La recherche menée au sein du LAMSADE est appliquée à des domaines extrêmement variés comme la planification des transports, l'ordonnancement, l'évaluation des appels d'offres, le confort dans les voitures des trains, l'acceptabilité sociale des nouvelles technologies d'hydrogène ou encore les réseaux des télécommunications. Pour montrer la variété d'utilisation de ces recherches, citons :

- l'utilisation de méthodes développées au sein du LAMSADE pour établir les priorités de visite des installations militaires russes, dans le cadre de l'application des accords du désarmement (contrat DGA);
- l'utilisation de la théorie des jeux pour améliorer la détection précoce des formations cancéreuses dans des tissus humains (contrat ARC) ;
- la mise en place d'une méthodologie pour concevoir de nouvelles zones de tarification homogène dans les transports publics en Ile de France (contrat STIF).

Ce qui rend la recherche menée au LAMSADE unique, c'est la conception d'une méthodologie d'aide à la décision qui va au-delà de l'utilisation de méthodes et d'outils spécifiques pour traiter de manière globale les questions :

- comment améliorer nos décisions ?
- comment améliorer les processus de décision ?
- comment améliorer l'aide à la décision ?

La démarche du LAMSADE est à la fois générale (comment utiliser l'information présente dans la très grande masse de données aujourd'hui disponible) et personnalisée (comment prendre en compte les valeurs et les opinions subjectives des parties prenantes) à travers une combinaison rigoureuse de connaissances axiomatiques, algorithmiques, mais aussi pratiques et opérationnelles.

Plus d'informations sur le site web du LAMSADE : http://www.lamsade.dauphine.fr/

DAUPHINE RECHERCHES est une publication tri-annuelle de l'Université Paris-Dauphine
Directeur de la publication : Elyès Jouini (Vice-président Recherche)
Réalisation : Université Paris-Dauphine (Service Commun Recherche et Valorisation)
Ont participé à ce numéro : Anne-Laure Chagnon, Valérie Fleurette et Elyès Jouini
Avec le concours de Coralie Bach pour la rédaction des articles publiés en pages 4 à 17
Conception graphique : Anne-Laure Chagnon
Impression : Imprimerie Champagnac
N°ISSN : 2102-1422 - Dépôt légal : à parution
Contact : Service Commun Recherche et Valorisation – Université Paris-Dauphine - tél. : 01 44 05 44 89

DAUPHINE UNIVERSITÉ PARIS | RECHERCHE ET VALORISATION