



# Thème 01

## Présentation révisions

Lecture :

**Fundamentals Of Corporate Finance**

Chapitres 1, 2, 5, 6 et 14



# Thème 01E

## Règle d'investissement

Lecture :  
Fundamentals Of Corporate Finance

# Règle d'investissement

---

- Investissez dans tous les projets qui ont une NPV positive.
- Si vous devez choisir entre deux projets mutuellement exclusifs, investissez dans celui qui a la NPV la plus élevée

# Règle d'investissement et valorisation

## – Méthode 1: valorisation par arbitrage:

- On cherche la valeur de marché d'un projet Y dont on a déterminé les flux de trésorerie futurs.
- Trouver un portefeuille P composé d'actifs dont le prix est disponible sur le marché, et qui généreront des flux de trésorerie identiques au projet Y. La valeur du projet Y est la valeur du portefeuille P.

## – Méthode 2: Avec un modèle de valorisation

- Utiliser un modèle pour calculer le taux d'actualisation des cash-flows du projets, et actualiser les cash-flows futurs à ce prix

## – En théorie, les deux méthodes donnent le même résultat

# Règle d'investissement et valorisation

- Dans le premier cas, le marché s'est chargé de valoriser les actifs du portefeuille P, et il nous suffit de former un portefeuille qui réplique les flux de trésorerie du projet Y.
- Dans le deuxième cas, nous devons estimer le coût du capital et valoriser le projet par nous-mêmes.
- La valorisation par arbitrage est très utilisée sur le marché obligataire et valoriser les produits dérivés. Elle repose sur le fait que les prix agrègent l'information et facilitent l'identification de transactions avantageuses.
- Cependant, pour que toutes les opportunités soient décelées, il faudrait un système complet de marchés, reposant sur une forme d'organisation très particulière (et extrêmement centralisée), la concurrence parfaite.....
- La valorisation avec un modèle est davantage utilisée pour valoriser les actions.

# Règle d'investissement et valorisation

---

- Une obligation X, zero-coupon avec une maturité de 1 an et un nominal de 1000\$ coûte 970\$.
- Une obligation Y, zero-coupon avec une maturité de 2 ans et un nominal de 1000\$ coûte 870\$
- Quel est le prix d'une obligation Z qui paie 60\$ dans un an et 1060\$ dans deux ans?

# Règle d'investissement et valorisation

---

- Si l'on utilisait un modèle de valorisation, on obtiendrait normalement le taux d'actualisation tel que le prix de Z est le même que précédemment.
- Dans le cours, nous utiliserons principalement la valorisation avec un modèle, mais nous aurons parfois recours à la valorisation par arbitrage.
- Pour une entreprise, ses profits doivent venir de ses actifs productifs, et non de la gestion de son passif.

# Marchés efficients

- La discussion précédente fait appel à la notion d'efficience.
- Selon Fama (1970), un marché est efficient si les prix reflètent pleinement et toujours l'information disponible.
- Formule très ambiguë qui peut donner lieu à deux interprétations:
  - l'investissement sur les marchés est un jeu équitable (on ne peut pas battre le marché). Cela impliquera que l'achat ou la vente de titres financiers au prix du marché **n'est jamais un projet à NPV positive!**
  - Les prix sont de bons indicateurs de ce qui se passe dans l'économie réelle (au niveau de la production et des échanges), et permettraient d'atteindre une affectation optimale des ressources. Proposition extrêmement forte et impossible à tester!



# Marchés efficients

- Les marchés sont-ils « efficients » dans le monde réel?
  - Non, pas complètement. Si l'efficiency semi-forte est généralement vérifiée dans la littérature académique, il existe toutefois une abondante littérature sur les « anomalies ».
  - Les marchés financiers offrent des opportunités de profit quand:
    - un dirigeant (ou un investisseur) possède de l'information privée
    - certains acteurs sont confrontés à des contraintes institutionnelles (les banques ou certains fonds mutuels par exemple)
    - Il est coûteux (en temps, en attention, et aussi en argent) de rechercher toutes les occasions avantageuses qui subsistent.
    - Certains acteurs sont plus talentueux
  - Cependant, il existe aussi sur les marchés des acteurs qui contribuent à éliminer les opportunités d'arbitrage, en s'assurant par exemple que la loi du prix unique est vérifiée.
  - Risque que les positions idéologiques conduisent à des formes d'aveuglement (cf crise de 2007-2008, et le rôle des innovations financières qui devaient être valorisées de façon « efficiente »)