

UNIVERSITÉ RENÉ DESCARTES

(PARIS V)

FACULTÉ DE DROIT

DESS « BANQUES & FINANCES »

RESPONSABLE PR. SYLVIE DE COUSSERGUES

**L'IMPACT DES PROFIT WARNINGS SUR LES
COURS DE BOURSE**

Par :

Turpin SENOU

Mémoire soutenu en vue de l'obtention du DESS "Banques & Finances"	Directeur de Mémoire: PR PHILIPPE SPIESER Professeur à l'ESCP-EAP
--	---

Année universitaire: 2001/2002

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier Monsieur SPIESER pour sa disponibilité, ses conseils avisés et ses remarques objectives, ainsi que Madame de COUSSERGUES pour ses différentes suggestions. Mes remerciements vont également aux analystes financiers de E.T.C qui m'ont permis d'avoir accès à certaines informations qui m'ont été utile pour mon mémoire. Enfin, merci à Madame BERTHIER pour sa patience et sa gentillesse.

INTRODUCTION

Comme tout investisseur, les actionnaires d'une société attendent une rentabilité importante de leur investissement, ce qui se traduit par la hausse du cours de bourse. Cela a été le cas vers la fin des années 90 où les bourses mondiales n'ont cessé de progresser. Mais, depuis l'éclatement de la bulle spéculative des valeurs Technologie, Média et Télécommunication (TMT) en mars 2000, les marchés financiers, ont subi plusieurs avalanches de mauvaises nouvelles : les attentats du 11 septembre, l'affaire Enron, la perte de crédibilité des figures emblématiques de la finance internationale... Dans ce climat de récession et de perte de confiance sur les marchés financiers, on a assisté à une cascade de profit warnings. Ces alertes résultent de la santé économique des sociétés, mais reflètent aussi les perspectives peu encourageantes de ces firmes pour l'avenir.

Au départ réservés aux sociétés issues du secteur des TMT, ces avertissements vont s'étendre à tous les secteurs de l'économie, y compris les sociétés dites de « l'ancienne économie ». Les spécialistes de la finance craignent alors que leur progression entraîne un désintéressement des investisseurs au profit d'autres types d'investissements. En effet, en 2001, 35 sociétés appartenant au SBF 120 ont émis un profit warning, alors qu'en 1999, elles étaient seulement au nombre de 3. Malgré cet accroissement, force est de constater que l'impact n'est pas toujours le même sur le cours de bourse de ces sociétés. Leur développement, leur évolution et leurs conséquences plus ou moins importants sur les cours des sociétés justifient qu'on s'y intéresse.

Après avoir défini l'action et les profit warnings, nous exposerons le cadre théorique de notre étude à savoir la forme semi-forte de l'efficience des marchés financiers. Puis, après un rappel de la réglementation régissant l'annonce des avertissements en France, nous étudierons trois cas de société ayant émis un profit warning. Ces cas nous semblent représentatifs des conséquences de chaque avertissement sur le cours de la société qui l'émet. Pour conclure, nous mènerons une étude économétrique sur des sociétés du SBF 120 ayant émis des profit warnings afin d'établir une typologie des impacts selon la nature et la cause des avertissements.

1 DU RÔLE DES ACTIONS DANS L'ECONOMIE AUX CONSÉQUENCES D'UN PROFIT WARNING

L'activité d'une entreprise nécessite des investissements, impliquant eux-mêmes un financement. Ce financement est externe (choix d'un instrument de financement par capitaux propres ou par emprunts) ou interne (autofinancement). L'importance des actions intervient au moment du financement par capitaux propres, qui est concrétisé par l'émission d'actions.

1.1 LES ACTIONS

Les actions sont donc une des trois sources de financement externe de la firme à l'instar des obligations et des emprunts accordés par les banques. Avant de définir les profit warnings et de passer en revue la théorie qui s'y attache, nous préciserons ce que sont les actions, ainsi que leur analyse en terme d'évaluation.

1.1.1 DÉFINITION ET DIFFÉRENTES CATÉGORIES D'ACTIONS

L'importance et la nature même des actions dans le financement des entreprises imposent de donner leur définition et de présenter une typologie de leurs formes.

1.1.1.1 Définition

L'action est un titre dont le remboursement n'est pas prévu (la sortie ne peut se faire que par cession) et dont les flux de revenus sont incertains. En contrepartie, l'actionnaire participe par le droit de vote attaché à l'action au contrôle de l'entreprise. En effet, on peut définir une action de la manière suivante : « ***L'action est un titre représentatif du droit de propriété d'un associé, auquel elle procure un revenu variable.*** »

Plus en détail, l'émission du capital d'une entreprise entraîne la remise d'actions d'une durée de vie de 99 ans qui confèrent au bénéficiaire en sa qualité d'associé, un revenu variable. L'actionnaire (propriétaire de l'entreprise), se voit attribuer trois droits fondamentaux : un droit aux revenus tirés de l'exploitation de l'entreprise, un droit d'accès à l'information (documents comptables, rapport de gestion) et de vote aux assemblées, et un droit à la liquidation (remboursement du capital).

En outre, une action est **négociable** (elle permet la transmission des droits incorporés dans l'action), et **fongible** (tous les titres d'une même émission se valent). La valeur nominale d'une action est la quote-part du capital social représentée par cette action (capital social divisé par le nombre d'actions émises).

Par ailleurs, la définition générique de l'action comme droit de propriété recouvre plusieurs catégories de titres et des modes d'émission et de cotations variés.

1.1.1.2 Les différentes catégories d'actions

Il existe différents types d'actions et de titres assimilés, répartis sur les marchés de cotation ou échangés de gré à gré, que l'on peut regrouper en sept catégories :

- *Les actions ordinaires* sont des titres financiers qui confèrent à l'actionnaire un droit aux dividendes et un droit de vote aux assemblées. La valeur de l'action reflète les valeurs respectives de ces deux droits.
- *Les actions privilégiées* peuvent être de deux types. *Les actions de priorité* donnent un droit d'antériorité sur les bénéfices ou un pourcentage plus grand des bénéfices alors que *les actions à droit de vote double* constituent une prime donnée aux actionnaires fidèles depuis plus de deux ans au moins.
- *Les actions à dividendes prioritaires* comportent un dividende majoré en contrepartie de l'abandon du droit de vote. Ces actions sont très courantes dans les pays anglo-saxons.
- *Les certificats d'investissement* sont des actions sans droit de vote ni dividende majoré¹.
- *Les certificats de droit de vote* sont des titres représentatifs de la valeur du droit de vote lorsque celui-ci est détaché de l'action correspondante².
- *Les parts de fondateur* sont des actions sans valeur nominale ni droit de vote.
- *Les parts sociales* sont des titres représentatifs du capital d'une société mutualiste.

En plus de ces catégories de titres purs, existent des titres composés ou de titres obligataires proches des actions que nous ne développerons pas ici. L'étude de l'action en tant que titre financier repose sur l'analyse de sa valeur par différents modèles de la théorie financière.

¹Ces titres ont été créés en 1983 par les sociétés françaises nationalisées qui avaient besoin de fonds propres, mais n'étaient pas autorisés à diluer le pouvoir de contrôle de l'Etat en accueillant des actionnaires privés.

² Il est égal à la différence du cours de l'action et du cours du certificat d'investissement d'une même société

1.1.2 L'ÉVALUATION DES ACTIONS

L'évaluation s'est développée parallèlement à la théorie de la gestion financière de l'entreprise. Créée à partir d'un ensemble de connaissances financières et de pratiques, située au centre de l'analyse financière classique, de l'ingénierie financière et de la gestion de portefeuille, l'évaluation des actions est aujourd'hui essentielle.

L'évaluation des actions, titres représentatifs de la valeur de l'entreprise, est fondée sur la théorie néo-classique de la firme, selon laquelle l'objectif de la firme est la maximisation de sa valeur. L'évaluation est donc fondée sur la valeur du flux de liquidités, le cash-flow, que l'entreprise est capable de générer au profit des actionnaires : la valeur d'une action est égale à la somme des montants actualisés des revenus monétaires distribuables (les dividendes) que l'entreprise génère.

L'évaluation des actions constitue un des domaines les plus importants de la finance tant d'un point de vue théorique que pratique. L'évaluation des titres est ainsi envisagée selon deux approches ; d'une part, la théorie financière , et d'autre part, les modèles des praticiens.

1.1.2.1 L'évaluation des théoriciens

La théorie financière recèle deux méthodes principales applicables à l'évaluation des actions ; **l'équilibre et l'arbitrage.**

A - Le MÉDAF :Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers

Le modèle d'équilibre des actifs financiers (Médaf) ou Capital Asset Pricing Model (CAPM) cherche à déterminer le rendement attendu d'une action compte tenu de son risque et tente d'expliquer les relations fondamentales entre les différentes variables du marché. Il se propose de déterminer les prix des valeurs mobilières qui permettent à l'offre et à la demande pour chaque titre de s'équilibrer et de dégager l'équilibre général du marché.

□ **Les hypothèses**

Le modèle est une synthèse des travaux de H. Markowitz (1952) sur la théorie du portefeuille, complétée par ceux de W. Sharpe (1964), J. Lintner (1965) et Mossin (1965). Il est fondé sur huit hypothèses simplificatrices.

- Sur le marché, il existe plusieurs titres mis à la disposition des investisseurs. Les investisseurs, supposés rationnels et averses au risque, vont se fixer un niveau de risque, puis choisir la composition de leur portefeuille qui maximise le rendement³.
- Pour un niveau de risque fixé, les investisseurs obtiennent tous le portefeuille efficient, qui maximise le rendement. L'ensemble des portefeuilles efficients forment une courbe appelée la frontière efficiente (la même pour tous les investisseurs).
- Il existe un portefeuille qui regroupe l'ensemble des titres (actions) négociés sur le marché : c'est le portefeuille de marché.
- On admet dans ce modèle qu'il est possible de placer son actif au taux sans risque R_f ⁴ (taux d'intérêt à court terme), qui est le même pour le prêt et l'emprunt.
- Tous les investisseurs ont le même horizon de placement.
- Les investisseurs ont des anticipations homogènes sur les rendements anticipés.
- Les investisseurs peuvent emprunter et prêter sans limite au taux sans risque.
- Il n'y a pas d'impôt ni de coûts de transactions.

Sous ces hypothèses, le CAPM donne deux résultats importants.

- Tous les investisseurs vont choisir des portefeuilles se trouvant sur la droite qui relie l'actif sans risque (le taux d'intérêt) au portefeuille de marché ; c'est la nouvelle frontière efficiente. Cette droite est appelée la droite de marché (*Capital Market Line*).
- Les portefeuilles optimaux sont construits à partir d'une combinaison d'actifs risqués et d'actifs sans risque, fonction du degré d'aversion au risque de l'investisseur.

□ Les résultats

³ Inversement pour une rentabilité espérée, chaque investisseur essaie de minimiser la variance en fin de période.

⁴ Le taux du livret A en France est par exemple considéré comme un taux sans risque

Ainsi, le CAPM permet, à travers une relation très simple, de calculer le rendement espéré $E(R_i)$ d'une action i , en fonction du taux d'intérêt sans risque R_f , de la prime de rendement du portefeuille de marché $(E(R_m)-R_f)$ et du bêta de l'action β_i . Cette relation, appelée *Security Market Line*, est présentée par l'équation suivante :

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f)$$

Avec: - R_m désigne la rentabilité du portefeuille de marché

- R_f est la rentabilité de l'actif sans risque (sa covariance avec le marché est nulle)

- β_i mesure la sensibilité de l'action aux fluctuations du marché. Il est supposé stable dans le temps, au moins pour une firme qui ne modifie pas significativement son portefeuille d'activités.

Le principe du Médaf réside dans la relation rentabilité-risque et montre que seule la prise de risque nécessaire est rémunérée par le marché. Le bêta représente le risque systématique, non diversifiable. Plusieurs enseignements peuvent être tirés pour la pratique de la gestion de portefeuille dont le plus important réside dans la diversification qui permet de réduire le risque spécifique attaché à chaque titre entrant dans la composition du portefeuille.

Cependant, le MÉDAF qui suppose que la prime de risque d'un actif est fonction du coefficient de sensibilité (le bêta) de l'indice de portefeuille, a été soumis à des critiques, essentiellement d'ordre empirique, formulées par Roll (1977). De ce fait, certains remettent en cause *les hypothèses d'anticipations rationnelles des investisseurs, la stabilité dans le temps des primes de risque et des bêtas⁵ et de l'utilisation du portefeuille de marché.*

L'espérance de rentabilité attendue pour une action est donc égale à la somme du taux de rentabilité sans risque et d'une prime de risque proportionnelle au coefficient bêta. Ainsi, le CAPM stipule que seul le risque non diversifiable de l'action est rémunéré. Le MÉDAF est donc une théorie micro-économique classique partant d'une maximisation de l'unité de chaque investisseur. Alors que l'APT procède d'un raisonnement d'arbitrage.

B - L'APT : Modèle d'Evaluation Par Arbitrage

⁵ Cette critique au sujet de la stabilité ou non des bêtas sera détaillée au 2.3.3 dans la conclusion de l'étude économétrique.

Suite aux différentes critiques du Médaf, formulées par R. Roll (1977), S. Ross (1976) propose une alternative le modèle APT, qui évite d'utiliser l'indice de marché. Le modèle d'évaluation par arbitrage de S. Ross (1976), ou Arbitrage Pricing Theory (APT) propose de formaliser le taux de rentabilité d'une action comme une fonction linéaire d'un nombre de facteurs explicatifs, qui ne suit plus une loi normale gaussienne.

□ Les hypothèses

Ce modèle suppose que la rentabilité aléatoire d'un actif i (r_i) suit un modèle factoriel à k facteurs communs f_k qui traduisent le risque systématique et un facteur spécifique ϵ_i à l'actif i , qui représente la rentabilité non anticipée. E_i est la rentabilité anticipée de l'actif i sur les facteurs communs k . b_{ik} mesure la sensibilité du titre au facteur k .

$$r_i = E_i + \sum b_{ik} f_k + \epsilon_i$$

L'hypothèse de base du modèle est donc que *le cours de chaque titre est influencé par un nombre limité de facteurs communs à l'ensemble des titres et par un facteur spécifique à ce titre et totalement indépendant de tous les autres facteurs*⁶. Mathématiquement, cette hypothèse peut s'écrire : $R_i = a_i + \beta_{1i} \delta_1 + \beta_{2i} \delta_2 + \dots + \beta_{ki} \delta_k + \epsilon_i$

Avec : - R_i est le taux de rentabilité sur le titre i

- a_i est un terme constant

- $\delta_1, \delta_2 \dots \delta_k$ sont les k facteurs communs à tous les titres,

- ϵ_i est le facteur spécifique du titre i ,

- β_{ji} est l'élasticité du titre a_i au facteur commun δ_j . Par exemple, si $\delta_j = 10\%$ et $\beta_{ji} = 2$, le cours du titre i montera de 20%, toutes choses égales par ailleurs. C'est le bêta du titre i par rapport au facteur j .

Du fait du terme constant i , on fait l'hypothèse simplificatrice que le nombre de facteurs communs à tous les titres est peu élevé. Sa formule mathématique est la suivante pour tout i, j :

$$-E(\delta_1) = E(\delta_2) = \dots = E(\delta_k) = E(\epsilon_j) = 0 \text{ avec } \text{cov}(\epsilon_j, \delta_j) = \text{cov}(\epsilon_j, \epsilon_i) = 0$$

□ Les résultats

⁶ L'APT ne fait pas d'hypothèse sur la fonction d'utilité des investisseurs ou sur la distribution des rentabilités des actions, comme le fait le Médaf.

L'APT permet donc d'obtenir un résultat important : dans un marché efficient où toutes les opportunités de pur arbitrage sont rapidement éliminées, la rentabilité anticipée est une combinaison linéaire des bêtas relatifs à chaque facteur. Chaque bêta est donc une mesure du risque systématique (par rapport à chaque facteur commun).

Contrairement au CAPM, où il faut identifier tous les titres financiers et construire le portefeuille de marché, l'APT ne spécifie pas les facteurs communs et laisse le soin à l'analyste financier de sélectionner ceux qui sont les plus susceptibles d'influencer le rendement des actions étudiées. En pratique, plusieurs facteurs ont été retenus ; un facteur spécifique à l'entreprise étudiée (le taux de change de facturations des exportations), un facteur spécifique au secteur d'activité de l'entreprise (le taux de croissance du secteur), un facteur de nature nationale (l'inflation), un facteur de nature géographique (la dépense d'armement du pays) et un facteur de nature internationale (le prix du pétrole)⁷.

La critique essentielle de l'APT est que ce modèle dans sa forme initiale ne spécifie pas les facteurs communs. En effet, il n'est fait *aucune hypothèse sur l'origine de ces facteurs communs* alors que le Médaf identifie quel est le facteur commun (l'indice de marché) qui implique une prime de risque. Il convient donc dans une première étape d'identifier ces facteurs communs par des méthodes statistiques telles que l'analyse factorielle, puis de calculer les bêtas de tous les titres par rapport à ces facteurs.

En conclusion, le MÉDAF apparaît comme un cas particulier du modèle APT avec des hypothèses complémentaires. Alors que le MÉDAF est une théorie micro-économique classique dont le point de départ est la maximisation de l'unité de chaque investisseur, l'APT procède au contraire d'un raisonnement d'arbitrage. Ces modèles, en particulier l'APT sont des modèles théoriques dont la mise en pratique est délicate du fait de l'instabilité des facteurs et des incertitudes quant à leur nombre.

Pour les praticiens qui considèrent que les marchés ne sont pas totalement efficients, les modèles décrits ci-dessus servent de modèles de base ; il est alors possible d'étudier, et éventuellement d'exploiter des déviations par rapport à l'efficacité des marchés.

1.1.2.2 L'évaluation des praticiens

⁷ Par exemple, N.Chen, R.Roll et S.Ross (1986) ont identifié quatre facteurs sur le marché américain ; le taux de croissance de la production industrielle, les variations de la prime de risque, la déformation de la structure de taux et l'inflation anticipée et non anticipée.

L'évaluation de l'action fait intervenir plusieurs notions. L'action peut être évaluée de façon directe ou indirecte, par l'actualisation des flux de trésorerie ou par le calcul des multiples.

AU TOTAL, LE CROISEMENT DE CES DEUX APPROCHES DONNE LE TABLEAU SUIVANT :

	Approche indirecte	Approche directe
Actualisation des flux de trésorerie	(Actualisation des flux de trésorerie disponibles au coût moyen pondéré du capital (k)- valeur de l'endettement net)/ nombre d'actions	Actualisation des dividendes au taux de rentabilité exigé par l'actionnaire : k_{cp}
Multiple des sociétés comparables	(Multiple du résultat d'exploitation après impôt* résultat d'exploitation après impôt- valeur de l'endettement)/ nombre d'actions	Multiple du bénéfice net par action (PER)* résultat net par action

Nous exposerons la méthode d'actualisation des flux de trésorerie et la méthode des multiples.

A - L'actualisation des dividendes : le modèle de Gordon et Shapiro (1956).

Cette méthode trouve son fondement dans l'idée que la valeur de marché d'une action à l'équilibre doit être égale à la valeur actuelle de ses flux futurs. On utilise les dividendes car ce sont les revenus tirés de la possession du titre. L'actualisation à l'infini des flux de trésorerie futurs (F_i) au taux de rentabilité exigé par l'actionnaire (k_{cp}), répond à la définition de base d'un titre financier.

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{F_i}{(1 + k_{cp})^i} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{DPA_i}{(1 + k_{cp})^i}$$

Le modèle de M. J. Gordon et E. Shapiro (1956) part du même principe. Mais, pour simplifier la démarche et rendre cette formule opérationnelle, ils ont posé les hypothèses suivantes :

- la firme verse aux actionnaires la série de dividendes DPA_t , DPA_{t-1} , DPA_{∞}
- le taux de croissances des bénéfice est g .
- le taux de rentabilité exigé par l'actionnaire est égal à k_{cp}

Sachant que $k_{cp} > g$, la valeur d'une action est en définitive égale au rapport du prochain dividende sur la différence entre le taux de rentabilité exigé et le taux de croissance du

dividende par action :

$$V = \frac{DPA_t}{(k_{cp} - g)} = \frac{d * BPA_t}{(k_{cp} - g)}$$

B - L'utilisation du Price Earning Ratio (PER)

Le PER d'une action, ou Price Earnings Ratio, est égal au rapport du cours de cette action sur son Bénéfice net par action (Bpa)⁸. Ce multiple de capitalisation des bénéfices mesure la cherté d'une action. Il est égal à : **PER= V_i / BPA_i** (ou encore **PER= CB / BN_{pg}**)

Avec : - V_i est la valeur ou le prix de l'action (**CB** la capitalisation boursière)

- BPA_i est la bénéfice net par action (**BN_{pg}** le bénéfice net part du groupe)

□ Le modèle de G.Bates

Le modèle de G. Bates met en relation le PER actuel d'un titre avec son PER futur dans n années compte tenu d'un taux de croissance des BPA, du taux de distribution pendant cette période et du taux de rentabilité exigé par l'actionnaire. Ce modèle repose sur la formule d'évaluation d'un titre financier dont l'horizon est fini et limité à n années :

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{DPA_i}{(1+k_{cp})^i} + \frac{V_n}{(1+k_{cp})^n}$$

□ Le modèle de Holt

Le modèle de Holt (1962) ne s'applique qu'aux sociétés de croissance qui ont un PER élevé. Ce modèle a pour objet de déterminer la durée de la croissance exceptionnelle d'une telle société, implicitement contenue dans son cours boursier. L'investisseur compare alors le résultat obtenu grâce au modèle à ses propres prévisions et agit en conséquence.

$$\frac{PER}{PER_m} = \frac{\left(1 + g + \frac{DPA}{V}\right)^n}{\left(1 + g_m + \frac{DPA_m}{V_m}\right)^n}$$

Avec : - DPA / V représente le rendement de l'action

- $DPAm / Vm$ celui du marché.

La résolution de cette équation fournit n, la durée de la période de croissance exceptionnelle contenue implicitement dans le cours de l'action.

⁸ Le Bpa traduit l'enrichissement théorique de l'actionnaire pendant l'année, rapporté à une action. Contrairement au dividende, le Bpa n'est pas un flux financier

1.1.3 LES INDICATEURS ÉCONOMIQUES ET LE COURS DE L'ACTION

1.1.3.1 Liaison entre la croissance économique, l'inflation, le cours de change et le taux d'intérêt

L'idée est que la croissance économique non maîtrisée peut entraîner un excès de demande de biens et services que la production n'est pas à même de satisfaire, ce qui implique des hausses de prix dues à un excès de demande et une éventuelle dégradation de la balance commerciale.

Il en résulte deux effets :

- Les marchés s'attendent à une hausse du taux d'intérêt à court terme. (Les investisseurs se dégagent également des investissements en titres fixes, puisque ces derniers subiront une perte en capital.) ***Les investisseurs abandonnent le marché des actions car ils jugent l'inflation préjudiciable aussi bien à la performance des entreprises qu'au rendement des titres à revenu variable.*** Les investissements sont alors effectués sur des valeurs refuge type immobilier ou or...

- L'inflation attendue couplée avec le risque de déséquilibre extérieur peut entraîner de dépréciation de la monnaie locale vis à vis des autres devises. Ceci incite les opérateurs à se défaire de leurs actifs libellés dans la monnaie du pays considéré.

La liaison entre les indicateurs monétaires et les marchés des actions et des obligations passe indirectement par la théorie quantitative de la monnaie (Fisher, 1905). Si les marchés sont convaincus que la monnaie mise à la disposition des agents est excessive par rapport à la croissance réelle, alors ils anticipent un regain d'inflation, $MV = PT$ avec M la masse monétaire, V la vitesse de circulation de la monnaie, P le niveau des prix et T le montant des transactions. Si les opérateurs jugent que le respect de cette équation passe par une hausse du niveau général des prix, ils se détourneront alors du marché des actions, car ils redoutent l'effet de l'inflation sur les comptes des entreprises.

1.1.3.2 Liaison entre la croissance économique, le taux d'intérêt, le marché obligataire et le marché des actions

Cette liaison s'appuie sur une triple relation :

- Une relation inverse entre le rendement des marchés de titres à revenu fixe et celui des marchés des actions⁹.
- Une relation directe entre la croissance économique et le marché des actions (une croissance forte favorise les bonnes performances des sociétés).
- Une relation inverse entre le taux d'intérêt et le marché obligataire : le prix d'un titre à revenu fixe varie en fonction de sa sensibilité par rapport au taux. Le cœur de ces liaisons s'établit à travers le taux d'intérêt et plus précisément les anticipations que le marché a des celui-ci. Si la croissance économique est jugée incompatible avec le maintien du taux à son niveau actuel, les opérateurs anticiperont une moins-value en capital des titres à revenus fixes et sortiront de ce compartiment de marché. Le cas échéant, ils anticiperont l'arrêt prématuré de la croissance en raison précisément de cette hausse des taux et se dégageront du marché des actions.

1.2 LES PROFITS WARNINGS

⁹ Si la prime du rendement des marchés des actions est jugée trop faible par le marché, alors ce dernier arbitrera en faveur du marché obligataire.

1.2.1 DÉFINITION ET ÉVOLUTION

1.2.1.1 Définition

En règle générale, on définit un événement comme une information qui, rendue publique sur le marché, est de nature à affecter la valeur d'une ou de plusieurs firmes en même temps. L'événement peut être général ou spécifique, périodique ou occasionnel, exogène ou décidé par les dirigeants d'une entreprise. De manière générale, un événement affecte de manière significative le couple rentabilité-risque d'un titre.

Les "profit warning", littéralement **alertes sur les résultats**, se sont succédés sur les bourses mondiales depuis le début de l'année. Si le terme provient d'outre-Atlantique, son utilisation est devenue commune en Europe. Un "profit warning" **précède la publication officielle des résultats financiers** d'une entreprise cotée. Il est destiné, si le cas se présente, à **attirer l'attention des marchés** sur le fait que ces résultats seront finalement inférieurs aux premières estimations annoncées. Les causes peuvent être diverses : restriction du marché, prévisions trop optimistes, provisions pour dépréciation de valeur d'un actif, hausse des coûts... D'une manière générale, tout ce qui concourt à une **diminution du résultat d'une entreprise**. Le nombre de "profit warning" est en augmentation du fait du ralentissement général de la croissance dans le monde.

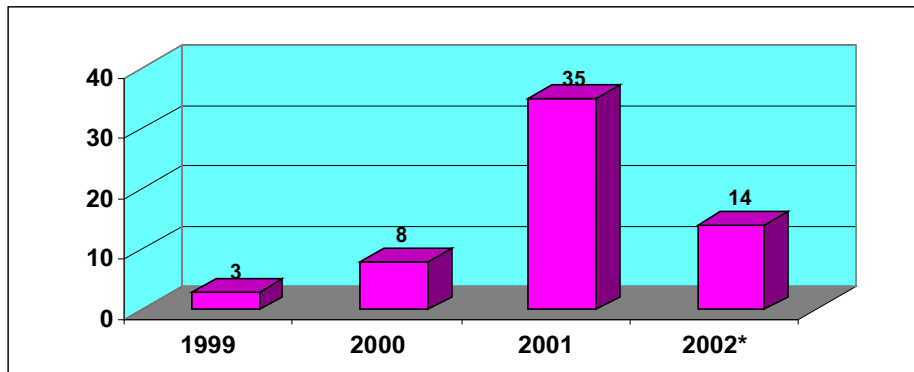
Les professionnels de la finance considèrent l'alerte sur les résultats comme un élément de la **transparence financière** d'une société et lui confèrent une importance particulière. D'où son incidence, à la baisse le plus souvent, sur le cours de l'action de l'entreprise qui le communique. Pour atténuer le choc, les sociétés publiant un "profit warning" cherchent généralement à **donner des gages aux marchés financiers** afin de les rassurer sur leurs capacités à retrouver un meilleur niveau de bénéfices.

Une société peut annoncer de bons résultats dans l'absolu et voir parallèlement son cours de bourse baissé car le résultat est moins bon que celui anticipé par le consensus de marché.

1.2.1.2 Evolution des profit warnings

Entre 1999 et 2000, le nombre de sociétés ayant émis un profit warning dans le SBF 120 a été relativement faible. Par contre, l'année 2001 a connu une forte explosion des avertissements sur résultat et l'année 2002 semble être partie sur les mêmes bases comme le montre le tableau suivant.

Graphique 1 – Evolution du nombre de sociétés du SBF 120, ayant émis un profit warning, de 1999 à 2002



Source : JCF Quant. (* : données du premier semestre 2002)

Deux raisons essentielles expliquent l'accroissement du nombre de sociétés du SBF 120 qui ont fait un profit warning en 2001.

- Tout d'abord, après quelques années de forte croissance des bourses mondiales suite à l'avènement de la « nouvelle économie », les marchés financiers se sont effondrés en mars 2000 à cause de la bulle spéculative qui s'est formée autour des valeurs TMT¹⁰. Cela explique les difficultés rencontrées par les entreprises du secteur dès le second semestre 2001. Ainsi, sur les 7 profits warnings émis au premier semestre 2001, 5 sont faits par des sociétés dont l'activité est liée aux TMT.
- Les attentats du 11 septembre 2001 constituent la seconde raison qui explique la forte progression des avertissements. Ainsi, sur les 27 profits warnings émis au second semestre 2001, 24 ont été faits après le 11 septembre, date des attentats terroristes du World Trade Center aux Etats-Unis. Cette fois, les avertissements ont touché l'ensemble des secteurs de l'économie.

1.2.2 LES RÉACTIONS THÉORIQUES DU MARCHÉ

¹⁰ Technologie Media Télécommunication

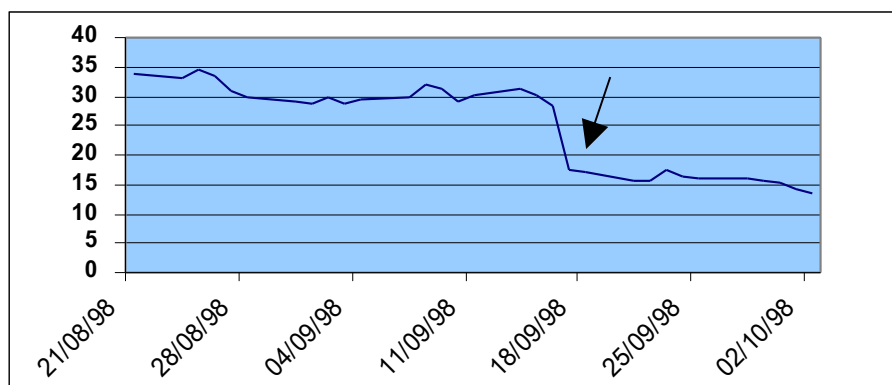
Les réactions du marché dépendent de plusieurs facteurs tels que la confiance du marché à l'égard de l'entreprise, la liquidité du titre ou son importance dans le marché. En effet, la concurrence étant de plus en plus vive entre les cabinets d'analyse financière, les premiers à disposer de l'information privilégiée sont les premiers à effectuer des gains pour leurs clients. Cela amène les analystes à soutirer habilement des informations aux responsables de la communication financière des sociétés lors des différents entretiens.

De manière générale, on assiste à des corrections au cours des séances qui suivent le "profit warning", puis les choses rentrent dans l'ordre au fur et à mesure que les analystes affinent leurs prévisions. Mais, toute chose égale par ailleurs, les réactions du marché suite à l'annonce des profit warnings dépendent essentiellement du fait que les avertissements sur résultats soit anticipés par le marché ou non.

1.2.2.1 Les réactions du marché face à un profit warning non anticipé

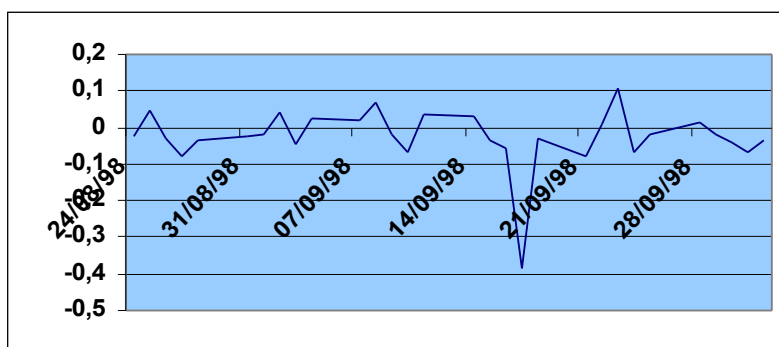
Le 17 septembre 1998, la société Alcatel a effectué un profit warning non anticipé. On peut dire que l'annonce a été non anticipée pour deux raisons : d'une part, au vue de la correction subie par le titre le jour de l'annonce, d'autre part, à cause des renseignements plutôt rassurants émis par les responsables de la communication financière du groupe quelques jours avant l'annonce du profit warning. En effet, les dirigeants du groupe s'étaient montrés confiants sur leur résultat à venir, lors des entretiens téléphoniques avec les analystes financiers.

Graphique – Evolution du cours de Alcatel (en EUR) à la bourse de Paris sur le titre du 21/08/98 au 02/09/98



Comme le montre le graphique ci-dessus, l'action Alcatel est passée de 28,26 € à 17,41 € pendant la séance du 17 Septembre 1998 soit une forte chute de 38,39% au cours de la même séance. L'impact du Profit warning est plus visible lorsqu'on utilise le calcul des rentabilités.

Graphique 2– Evolution des rentabilités de l'action Alcatel à la bourse de Paris sur le titre du 21/08/98 au 02/09/98

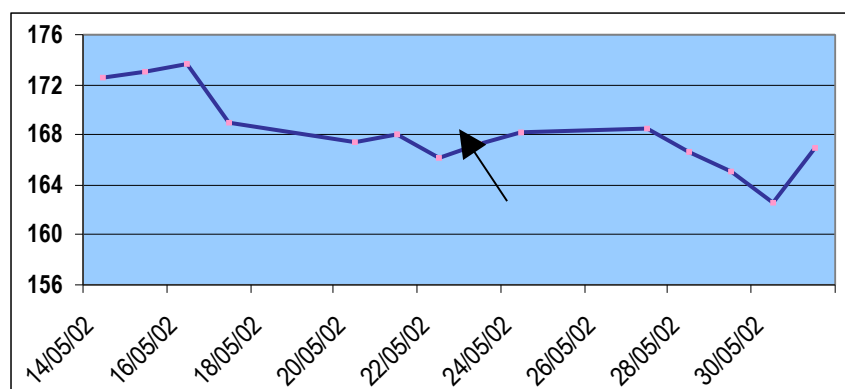


Un retard dans l'alerte entraîne automatiquement une baisse considérable de la confiance dans l'entreprise cotée.

1.2.2.2 les réactions du marché face à un Profit warning anticipé

Suite à l'annonce du profit warning le 25 mai, émis par la société Total Fina Elf, le cours n'a baissé que de 1,13% dans un marché (ici le SBF 120) en baisse de 1,56%. Cette situation semble paradoxale puisque le jour de l'annonce, le titre Total a « surperformé » le marché. Le graphique qui suit montre l'évolution du cours de l'action Total sur deux semaines autour de la période de Profit warning.

Graphique 3– Evolution de cours de l'action Total du 14/05/02 au 5/06/02 (en EUR)



Source : Datastream

Comme le montre le graphique, le 25 mai, jour du profit warning, il y a effectivement eu une baisse du cours. Mais, à y voir de plus près, on remarque que la baisse enregistrée le 17 mai est plus conséquente : le profit warning du 25 mai a donc été anticipé par le marché dès le 17 et intégré dans le cours. Ce jour là, l'action Total a enregistré une baisse de 2,76% dans un marché en baisse lui de 0,44%.

La réaction du marché dans le cas d'un profit warning anticipé est moins violente que dans le cas où il ne l'est pas, car les rumeurs d'avertissement amènent les opérateurs des salles des marchés à se débarrasser du titre avant même l'annonce officielle.

Pour le responsable européen de la stratégie action chez Merrill Lynch : « Lorsqu'une entreprise n'a pas su gérer sa communication, les sanctions sont fortes et les titres décrochent brutalement. Par contre, si elle fait preuve de transparence et prévient suffisamment tôt les analystes, les secousses sont limitées. Quant aux bonnes surprises, elles sont, sauf cas exceptionnel, très bien accueillies par le marché ».

1.2.3 LES ÉTUDES EMPIRIQUES

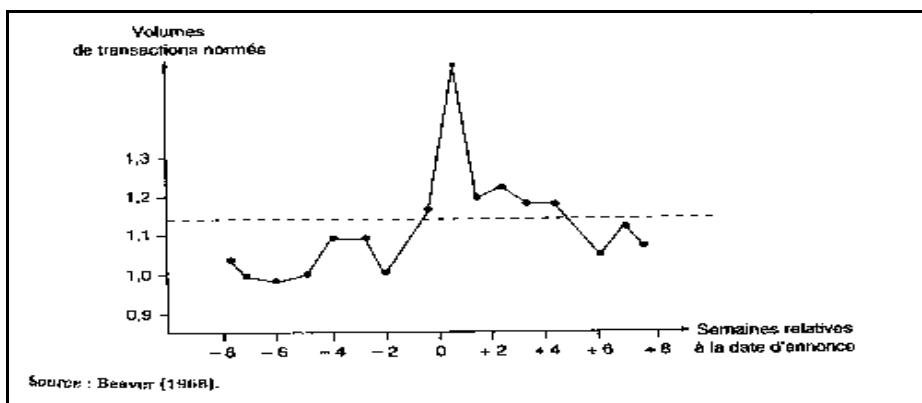
1.2.3.1 Les réactions du marché face aux annonces comptables

L'étude pionnière dans ce domaine est due à Beaver (1968). Il étudia 143 entreprises sur la période de 1961-1965. Afin d'isoler l'effet d'information d'autres effets potentiellement concurrents (effet fiscal, effet dividende..), il ne retient que des entreprises dont l'exercice ne s'achevait pas le 31 décembre et dont aucun dividende n'avait été annoncé au cours de la semaine de la publication du résultat. Il utilisa deux statistiques.

La première a été calculée à partir de l'évolution des volumes de transaction. Afin de tenir compte des différences de taille, il calcula, pour chaque titre et chaque semaine étudiée, le ratio : Nombre de titres échangés / Nombre de titres émis.

Graphique 4– Réaction du marché à l'annonce du résultat (volumes de transaction)

La
été
à partir

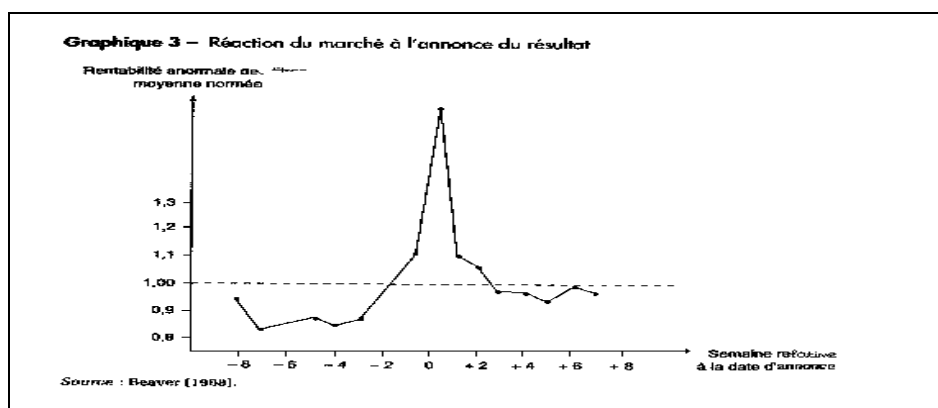


Source :
Beaver
(1968)

seconde a
calculée
des

rendements boursiers. On peut penser qu'un accroissement d'activité est souvent accompagné de fluctuations plus ou moins importantes des cours. Beaver utilise le modèle de marché et décompose le rendement hebdomadaire d'une action en deux composantes qui sont d'une part les mouvements du marché dans son ensemble, d'autre part, les mouvements spécifiques au titre.

Graphique 5 – Réaction du marché à l'annonce du résultat (rentabilités anormales)



Source : Beaver (1968)

Il en conclut que la volatilité du cours des actions s'accroît considérablement autour de la publication des résultats comptables.

Richardson (1984) a montré à partir d'un échantillon de 253 entreprises cotées au NYSE ou à l'AMEX entre 1976 et 1978 que la variabilité du rendement de l'action augmentait d'autant plus autour de l'annonce du résultat comptable que :

- l'entreprise était petite,
- elle avait fait l'objet de peu de mentions dans le The Wall Street Journal
- elle était peu suivie par les services d'analyse financière prévisionnelle.

Ces conclusions confirment bien le fait que l'annonce de résultat apporte beaucoup plus de nouvelles dans le cas d'une petite entreprise peu suivie par les spécialistes et la presse que dans le cas d'une très grande société.

La plupart des études réalisées dans ce domaine l'ont été sur les marchés américains. Foster (1981), par exemple a étudié les mouvements quotidiens associés à l'annonce des résultats trimestriels. Il a observé une augmentation de la volatilité les deux jours entourant l'annonce. En effet, l'information peut être communiquée avant l'ouverture du marché ou pendant son fonctionnement. Les effets doivent alors être immédiats. Elle peut être aussi donnée après l'heure de fermeture du marché et elle aura une influence sur les premiers cours cotés le lendemain.

1.2.3.2 Bonne nouvelle, mauvaise nouvelle et cours en bourse

Ball et Brown (1968) ont été les premiers à faire une recherche dans ce domaine. Ils ont étudié 261 sociétés cotées au NYSE de 1957 à 1965. Ils ont procédé à un partage de l'échantillon en deux groupes : d'une part, les sociétés pour lesquelles le dernier résultat net était supérieur à celui de l'année précédente, d'autre part, celles qui connaissaient une diminution. Cette distinction permet de séparer les cas où l'annonce correspond à une bonne nouvelle et ceux où l'annonce correspondait à une mauvaise nouvelle. Ball et Brown ont montré que ces entreprises connaissaient une performance boursière inexplicée par les facteurs de marché durant les douze mois qui précèdent l'annonce publique. Le marché anticipe donc très largement le contenu informatif de l'annonce de résultat. Ceci n'est pas particulièrement étonnant puisque les analystes financiers disposent de bien d'autres informations. Cependant, il reste encore une petite partie non encore expliquée.

Limites à l'hypothèse d'efficience :

Les résultats précédents suggèrent que les marchés boursiers sont efficaces et que l'information comptable est très largement anticipée lors de sa publication. Un tel jugement doit être toutefois nuancé car, cette observation n'est pas uniforme. Dans le cas des sociétés les plus petites, les effets constatés sur les cours de bourse sont les plus importants. D'autre part, les anticipations n'apparaissent pas totales. Des effets subsidiaires se manifestent encore quelques heures, voire quelques journées, après l'annonce.

1.3 LA NOTION D'EFFICIENCE

Mise en évidence au début des années 60, particulièrement par E. Fama, la théorie de l'efficience des marchés financiers, prolongement de la notion de marchés purs et parfaits des économistes libéraux du XIXème siècle, indique qu'« *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.* »

1.3.1 L'EFFICIENCE DES MARCHÉS FINANCIERS

Une littérature abondante traite de l'efficience. Trois courants peuvent être dégagés : l'école empirique ou pragmatique, l'école théorique ou approche martingale stricte et l'école des asymétries d'informations¹¹. Les deux premières écoles ont L. Bachelier comme précurseur.

E. Fama est le chef de file de l'école pragmatique. Ce courant donne une définition évolutive et jugée par certains professionnels peu rigoureuse de l'efficience. La majorité des travaux empiriques s'inscrivent dans ce courant qui est à l'origine des études d'événement, des mesures de performance et des tests de stratégie d'investissement.

Le deuxième définit l'efficience de manière stricte à partir du concept de martingale et montre l'équivalence avec le concept d'anticipations rationnelles. Son chef de file est P.A. Samuelson (1965). De cette analyse découlent les approches en termes de volatilité excessive et de bulles. Ce courant présente un ensemble théorique cohérent, mais il a des difficultés à produire des prédictions confrontables aux observations.

La troisième école également théorique est créée à partir de l'école de S.J. Grossman (1976). La richesse de la problématique est remarquable, avec l'introduction de plusieurs catégories d'acteurs (teneurs de marchés, investisseurs mieux informés...) et le recours à la théorie des jeux. Certains résultats ont un fort contenu intuitif : ainsi les cours apparaissent comme des estimations bruitées de la valeur informationnelle¹².

¹¹ En théorie financière, on dit qu'un portefeuille est efficient lorsque son espérance de rentabilité est la plus élevée parmi celles de tous les portefeuilles de même niveau de risque. La frontière efficiente de Markowitz est ainsi le lieu des portefeuilles efficients. L'hypothèse d'efficience est ainsi requise pour que le Médaf soit validé.

¹² Les travaux de la troisième école qui se réfère plus à la microstructure, ainsi que ceux de l'école martingale ne seront pas abordés ici.

1.3.1.1 Les définitions de l'efficience

Le concept d'efficience des marchés financiers a trois acceptations d'importance inégale : l'efficience fonctionnelle, le comportement rationnel des acteurs et l'efficience informationnelle.

A – L'efficience fonctionnelle

La première dimension de l'efficience des marchés financiers concerne les fonctions proprement économiques de l'industrie financière.

En effet, les marchés financiers prennent une place de plus en plus prépondérante dans le système financier. Leur utilité provient du fait qu'ils :

- Facilitent la mutualisation des risques et leur transfert.
- Permettent de mobiliser l'épargne vers les emplois les plus productifs.

B – Le comportement rationnel des acteurs du marché

La deuxième acceptation du concept d'efficience du marché financier repose tout d'abord sur la rationalité du comportement des investisseurs. Selon cette acceptation, un marché d'actifs financiers est efficace si le prix des actifs reflète les espérances de revenus futurs auxquels ils donnent droit, conformément aux principes d'évaluation. On dit que les marchés financiers sont efficaces dans la mesure où les prix des actifs cotés sont uniquement le reflet des anticipations qu'ont les investisseurs de leurs revenus futurs.

Au-delà de la rationalité des investisseurs, l'hypothèse d'efficience des marchés financiers a deux autres fondements théoriques alternatifs. Même si les investisseurs ne sont pas rationnels, leurs transactions pourraient être aléatoires et donc non corrélées, si bien que les erreurs individuelles s'annuleraient les unes les autres. Enfin, même si ces deux conditions ne sont pas vérifiées, les investisseurs irrationnels auraient en face d'eux des contreparties rationnelles tels que les arbitragistes professionnels, dont le comportement corrige celui des investisseurs irrationnels et qui ramènent le cours des actions à leur valeur intrinsèque.

C – Efficience informationnelle

Selon cette acceptation, un marché sera efficient si l'ensemble des informations pertinentes à l'évaluation des actifs financiers qui y sont négociés se trouve immédiatement et complètement reflété dans les cours. Un marché incorpore donc instantanément les conséquences des événements passés et reflète précisément les anticipations exprimées sur les événements futurs. Il est totalement impossible de prévoir ses variations futures puisque tous les événements connus ou anticipés sont déjà intégrés dans le cours actuel.

1.3.1.2 Les conditions nécessaires à l'efficience des marchés financiers

L'hypothèse d'efficience des marchés financiers implique la vérification de cinq conditions empiriques :

- *La rationalité des investisseurs* : les marchés financiers ne peuvent être efficients que si les agents économiques agissant sur ces marchés sont rationnels, ce qui implique deux hypothèses :
 - Les agents économiques doivent agir de manière cohérente par rapport aux informations qu'ils reçoivent.
 - Les investisseurs cherchent à travers leurs actes d'achat ou de vente à maximiser leur espérance d'utilité.

- *La libre circulation de l'information* et la réaction instantanée des investisseurs nécessitent que :
 - L'information soit diffusée simultanément auprès de tous les agents économiques
 - Les agents économiques puissent traiter l'information en temps réel

- *La gratuité de l'information* : tous les agents économiques doivent pouvoir obtenir une information sans que cela engendre pour eux des coûts supplémentaires de gestion.

- *L'absence de coûts de transactions* et d'impôt de bourse¹³ : les agents économiques peuvent hésiter à investir et à désinvestir si des coûts de transactions ou les taxes boursières grèvent ou annulent le gain potentiel réalisable.

¹³ Dans certains pays, chaque transaction est soumise à une taxe fixe.

- *L'atomicité des investisseurs et la liquidité* : les agents économiques ne vont pas réaliser des transactions sur les titres si ces transactions elles-mêmes sont susceptibles, pour des raisons de liquidité, de faire varier le prix des titres.

1.3.1.3 L'efficacité et la prévision

Pour E. Fama (1970), dans un marché efficient, toute information est répercutée complètement instantanément dans les prix. Cette première définition manque de précision et sa portée opérationnelle est limitée.

« Un marché est dit efficient si et seulement si l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté sur le marché est immédiatement intégré dans son prix ».

S.J. Grossman (1976) montre l'impossibilité logique d'un équilibre totalement révélateur. Ainsi, un marché efficient, au sens de la première définition, est une impossibilité logique si l'information est coûteuse et qu'il n'existe aucune incitation à la produire et à l'utiliser.

La définition de l'efficacité proposée par M.C. Jensen (1978) est plus précise : dans un marché efficient, toute prévision dégage un profit nul. On peut prévoir, mais le profit¹⁴ est nul étant donné qu'il existe des frais (récolte et achat de l'information, maintien d'une présence sur le marché...). Donc lorsque ces coûts sont pris en compte sur un marché efficient, le profit est nul¹⁵.

1.3.1.4 Les trois formes de l'efficacité : forme faible, forme semi-forte, forme forte

Les marchés financiers sont-ils efficaces au sens informationnel ? c'est une question importante pour tous les praticiens car la réponse influence la modalité à adopter quant à la gestion de portefeuille.

¹⁴ On parle de profit net de frais.

¹⁵ Cette définition permet la réconciliation des mondes professionnels et académiques. Cette définition reconnaît le rôle social attaché à l'activité de prévision. L'existence d'analystes et de prévisionnistes permet de raccrocher les cours aux fondamentaux. De manière équivalente, cette hypothèse revient à affirmer que sur un marché financier efficient, le marché de la prévision est concurrentiel.

E. Fama (1965) identifiait, dans son article fondateur, trois types de tests pour vérifier empiriquement si les marchés financiers étaient efficients : les tests de forme faible, les tests de forme semi-forte et les tests de forme forte.

En effet, on peut diviser les informations concernant les actifs financiers en trois catégories. Dans la première catégorie sont regroupées les informations déjà connues et publiées. Il s'agit des comptes publiés les années précédentes, des séries de taux d'intérêt, de change, de croissance... Ces informations ont été intégrées par les opérateurs dans les cours passés des actifs financiers.

Dans la deuxième catégorie peuvent être regroupées les informations présentes, à l'instant même où elles sont rendues publiques : annonce de variation de taux d'intérêt, publication de comptes ou annonce de résultat.

Enfin, les informations non encore publiées mais détenues par des personnes privilégiées du fait de leur fonction au sein de l'entreprise, de cabinets d'audit, appartiennent à la troisième catégorie.

Forme faible	Forme semi forte	Forme forte
<u>Informations:</u> les informations déjà connues et publiées dans le passé	<u>Informations:</u> toute l'information	<u>Informations:</u> les informations non encore publiées
des comptes publiés les années précédentes, des séries de taux d'intérêt	bilans, CdR, PER, Profit Warning....	Initiés et performances normales

Cette division en trois types des informations susceptibles de faire varier le prix d'un actif a permis la division des principaux tests concernant l'efficience en trois catégories.

- Dans un marché efficient de forme faible, les cours des titres reflètent tout ce qu'on pourrait déduire de leur historique. L'observation des cours et des volumes de transactions passées ne serait d'aucune utilité pour battre le marché ou obtenir des taux de rentabilité supérieurs à un niveau de risque plus élevé. L'analyse technique¹⁶ est alors vaine.

-----Il n'est pas possible de tirer parti des informations passées concernant un actif financier pour prévoir l'évolution future du prix de cet actif.

¹⁶ L'analyse technique ou graphique permet de prévoir les retournements de tendance en utilisant les données historiques des cours.

- Dans un marché de forme semi-forte, les cours boursier réagissent instantanément à l'annonce d'information dès que celles-ci deviennent publiques. Ces informations peuvent être des informations macroéconomiques et financières, lesquelles affectent l'ensemble des valeurs ou peuvent être des informations propres à une entreprise (annonce de chiffres d'affaires, de bénéfices, dividendes...). Un investisseur sera meilleur que les autres s'il savait mieux interpréter ces informations publiques que les autres investisseurs. Sous cette forme, l'analyse fondamentale n'enrichit personne.

-----Il n'est pas possible de tirer parti des informations concernant un actif financier au moment même où ces informations sont rendues publiques pour prévoir l'évolution future du prix de cet actif.

- Enfin, un marché sera efficient de forme forte si toutes les informations non publiques sont reflétés dans les cours. Ces tests se sont focalisés sur la mesure de performances des gérants professionnels.

-----Il n'est pas possible de tirer parti des informations non publiques concernant un actif financier pour prévoir l'évolution future du prix de cet actif.

Dans une nouvelle classification, E. Fama (1991) regroupe ces tests différemment en distinguant les tests de prévisibilité des rentabilités boursières, les études d'événement et les tests de performance des investisseurs initiés.

L'efficience des marchés a des conséquences importantes sur la théorie financière et le comportement des agents :

- En premier lieu, il n'y a aucune possibilité de prévoir de manière certaine l'évolution des prix ou des rendements des actifs financiers

- De façon conséquente, la rémunération des investisseurs est fonction de l'espérance de rentabilité et du risque de leurs portefeuilles.

- Enfin, lorsque les marchés sont efficients, le prix des actifs ne peut s'écarter durablement de sa valeur fondamentale.

1.3.2.1 Implications de la forme semi-forte de l'efficience

La forme semi-forte de la théorie de l'efficience stipule que l'ensemble des informations disponibles concernant un actif financier est intégré dans le prix de ce titre à l'instant même où ces informations sont rendues publiques. Il n'existe donc aucun décalage temporel entre le moment où l'information est dévoilée et le moment où celle-ci est intégrée dans les cours.

Cette notion d'instantanéité est expliquée, dans la pratique, par une intervention immédiate des investisseurs. Ces derniers se portent acheteurs ou vendeurs de l'actif sur le marché et celui-ci trouve, dès qu'une information apparaît, le niveau de prix correspondant. Il est donc impossible, pour un intervenant, de profiter de l'information puisque, tous les investisseurs ayant simultanément connaissance de celle-ci, aucun d'entre eux n'acceptera de réaliser une transaction à un prix différent de la valeur exacte de l'actif.

L'hypothèse semi-forte de la théorie des marchés financiers implique une réaction absolument immédiate des investisseurs. C'est pourquoi, on utilisera la définition plus souple de Jensen (1978) qui postule que l'utilisation d'une nouvelle information à l'instant même où elle est rendue publique ne permet pas à l'opérateur de réaliser des profits sans subir le risque attaché à la détention de cette opération, compte tenu des frais de transaction.

On peut donc en déduire que sur un marché efficient au sens de la forme semi-forte :

- 1) Le prix de chaque titre coté correspond à sa valeur réelle : il n'y a aucun décalage entre la valeur d'un actif et son cours de cotation puisque toutes les informations sont intégrées dans le cours.
- 2) Il n'y a aucune possibilité d'arbitrage : dans la mesure où toute nouvelle information est instantanément incluse dans le cours, aucun investisseur n'a la possibilité de profiter de cette information pour réaliser un profit sans assumer le risque lié à la détention des titres.
- 3) Il est possible de déterminer ex-post l'impact sur les cours d'un événement quelconque, à partir du moment où celui-ci n'a pas été anticipé.
- 4) Les anticipations concernant les événements futurs doivent être considérées comme des informations concernant l'actif : à partir du moment où une anticipation se forme, elle est immédiatement intégrée dans le cours de l'actif.
- 5) L'existence d'anticipations « brouille » les possibilités de mesure de l'impact d'un événement sur les cours. Il suffit donc que l'événement ait été anticipé pour que l'effet

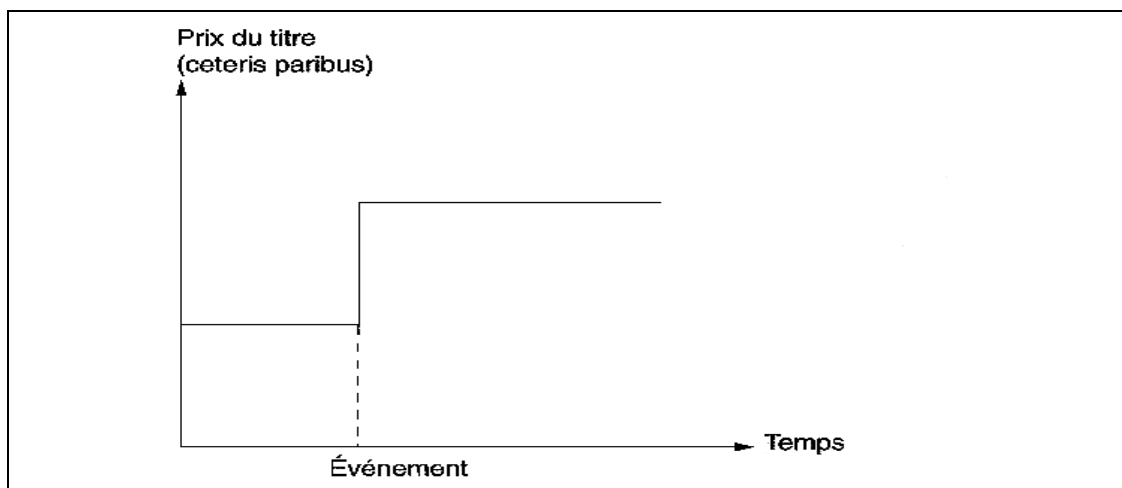
d'annonce sur les cours ne soit plus mesurable. En effet, seul le contenu informatif de l'information fait alors varier le prix du titre.

1.3.2.2 La forme semi-forte de l'efficience et la vitesse d'ajustement des cours

Toute la problématique de la vérification de la forme semi-forte de l'efficience réside dans la mesure de la vitesse d'ajustement des cours à une nouvelle information. En effet, pour que les marchés soient réputés efficients au sens de la forme semi-forte, il est nécessaire que l'ajustement soit immédiat, ce qui signifie que la vitesse d'ajustement soit infinie.

Le graphique suivant montre quelle est la réaction à l'annonce (TCEPA¹⁷) sur le marché d'une information non anticipée, sous l'hypothèse d'efficience au sens de la forme semi-forte.

Graphique – Réaction théorique du prix d'un titre à un événement non anticipé



Source : P. Gillet, 2000, L'efficience des marchés financiers, Economica, Paris

Dans la réalité, l'ajustement des prix des titres à l'annonce d'une information nouvelle est rarement immédiat. Un certain délai, pouvant varier de quelques minutes à plusieurs jours, est nécessaire pour que les marchés intègrent correctement la nouvelle information dans le prix des actifs. Durant, ce délai, certains arbitrages restent possibles, même si leur profitabilité est particulièrement réduite par les coûts de transaction.

Le temps de réponse des marchés à l'annonce d'une information nouvelle varie en fonction d'un certain nombre de critères, que l'on peut regrouper en deux catégories :

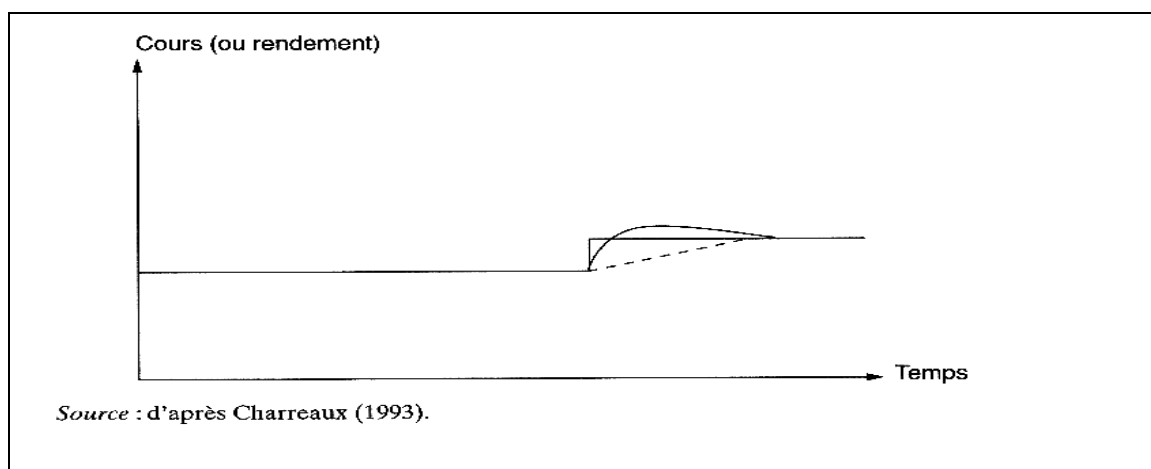
¹⁷ TCEPA : Toutes Choses Egales Par Ailleurs

- Le type de marché et les conditions de concurrence entre les agents qui caractérisent ce marché¹⁸
- L'importance des coûts de transaction. Plus les coûts de transaction sont élevés, moins les agents vont réagir à l'annonce d'une nouvelle information, dans la mesure où cette réaction est coûteuse.

L'ensemble de ces conditions ne sont pas réunies dans la réalité. Il apparaît donc normal que la réaction des marchés à l'annonce d'une nouvelle information soit différente de ce que prévoit la théorie. Par exemple, les titres majeurs de la cote, les taux d'intérêt et les taux de change font l'objet d'une surveillance particulière de la part des investisseurs. Ces derniers peuvent alors sur-réagir à l'annonce d'évènements pourtant anodins.

Ainsi, le graphique suivant, tiré de G. Charreaux (1993), et représentatif de ce type de phénomène : les investisseurs prennent d'abord le temps de décoder l'information qui leur est transmise. C'est pourquoi leur réaction n'est pas immédiate. Ensuite, ils surréagissent à cette information avant que l'actif ne retrouve un prix correspondant à sa valeur.

Graphique – Ajustement du prix d'un titre à une information non anticipée



Source : PP. Gillet, 2000, L'efficacité des marchés financiers, Economica, Paris

Ce graphique montre bien que la réalité ne coïncide pas exactement avec ce que prévoit la théorie. Ce défaut d'efficacité provient essentiellement des hypothèses du modèle, qui ne sont pas toujours vérifiées.

La mesure de la vitesse de réaction du marché à une information donnée peut donc être interprétée comme une mesure quantitative de l'efficacité. Plus la vitesse de réaction est

¹⁸ Le MATIF ou le CBOT (Chicago Board Of Trade) sont des marchés très concurrentiels où les agents intègrent très rapidement dans les cours.

importante, plus le degré d'efficacité du marché est élevé. Le problème reste cependant la possibilité de mesurer réellement cette vitesse.

Afin de tester la forme semi-forte de l'efficacité des marchés financiers, les chercheurs s'intéressent à la réaction des marchés à l'annonce d'un événement spécifique lié à un titre ou à un actif particulier. La famille de ce type de tests est connue sous le nom d'études d'événements (event studies).

La forme semi-forte de la théorie de l'efficacité des marchés financiers fait l'objet de nombreux tests, directs et indirects. En effet, tout test consistant à mesurer la réaction des marchés financiers à une information non anticipée revient à tester indirectement la forme semi-forte. Il suffit alors d'observer la vitesse d'ajustement des cours à cette nouvelle information : lorsque l'ajustement est instantané, la forme semi-forte peut être acceptée.

1.3.3 LES ÉTUDES D'ÉVÉNEMENTS

Au départ, l'étude d'événement était une technique destinée à tester l'hypothèse semi-forte d'efficacité des marchés financiers. Les premières études significatives dans ce sens sont celles de R. Ball et P. Brown (1968) et de E. Fama, L. Fisher, M. Jensen et R. Roll (1969) sur le marché américain. L'objectif de ces études était de déterminer si (et à quelle vitesse) le marché réagit à l'annonce de certaines décisions financières par les sociétés étudiées.

Aujourd'hui, la technique des études d'événement a évolué. Premièrement, l'objectif poursuivi par ces techniques est passé de la simple appréciation de la vitesse d'ajustement des prix aux nouvelles informations à la quantification de la réaction des cours. De plus, Le champ d'application de ces études s'est élargi pour englober plusieurs types d'événements comme ceux affectant plusieurs sociétés (événement politique par exemple). Enfin, ces techniques sont de plus en plus précises grâce aux progrès considérables enregistrés dans les domaines de la statistique et de l'économétrie.

Aussi, après avoir défini l'étude d'événement, on évoquera la technique et les différents tests d'application de ces études.

1.3.3.1 Le principe des études d'événement

Avant de commencer l'analyse des cours, il convient d'identifier un événement ainsi que sa date de réalisation.

A – la définition de l'événement

Un événement est une information qui est rendue publique sur le marché et qui est de nature à affecter la valeur d'une ou de plusieurs firmes en même temps. L'événement peut être général ou spécifique, périodique ou occasionnel, exogène ou décidé par les dirigeants d'une entreprise¹⁹.

Un événement significatif affecte donc l'équilibre auquel est soumis le couple rentabilité-risque d'un titre. Selon les événements, un tel changement représente soit une déstabilisation temporaire des cours (l'impact est alors limité dans le temps), soit une évolution définitive vers un autre équilibre.

B – Identification de la date d'événement

L'identification de la date exacte de réalisation de l'événement n'est pas toujours évidente. Théoriquement, la date d'événement est considérée comme la date à laquelle l'information concernant celui-ci est rendue publique. En pratique, on assimile cette date à celle de la première annonce émanant d'une source publique d'information (journaux, revues spécialisée..).

Cependant, ce choix n'élimine pas complètement l'incertitude sur la date exacte de l'événement. D'une part, l'existence de cas d'initiés intervenant avant la date d'annonce publique se manifeste par une réaction anticipée du marché. D'autre part, en France²⁰, contrairement aux Etats-Unis²¹, aucune publication n'est systématiquement la première à annoncer les événements financiers, ce qui nécessite la confrontation de plusieurs sources d'informations (J. Hamon, 1986). Par conséquent, tous les opérateurs ne réagissent pas en même temps sur le marché, d'où une réaction qui s'étale dans le temps.

¹⁹ La particularité de ces événements est qu'ils sont provoqués et non subis par la société et permet aux dirigeants d'apprécier la perception de leurs décisions par le marché, ainsi qu'aux actionnaires d'évaluer les performances de l'équipe dirigeante à travers l'évolution des cours.

²⁰ L'étude économétrique sera menée dans le cadre d'actions françaises appartenant à l'indice SBF 120.

²¹ Aux Etats-Unis, la quasi-totalité des informations financières est publiée pour la première fois dans le Wall Street Journal.

Pour tenir compte de tous ces phénomènes, on choisit comme période d'évènement, un intervalle de temps $[-c_i, \dots, +c_i]$ spécifique à chaque titre i et centré sur la date $t_i=0$, date supposée de la première annonce d'évènement. En dehors de cet intervalle de temps, le flux d'information concernant le titre est supposé « normal ».

C – Le cadre d'analyse

Les études d'évènement suivent une méthodologie particulière qui peut être résumée par les trois itérations suivantes :

- Définition d'un cours théorique à partir de données passées prenant en compte la rentabilité et le risque moyen du titres mesurés à partir des cours passés.
- Mesure, autour de la date d'évènement, de la différence entre la rentabilité relevée et la rentabilité théorique.
- Comparaison à l'aide de test statistiques appropriés entre la rentabilité théorique et la rentabilité observée et le calcul de la vitesse d'ajustement.

Même si le principe général est le même, plusieurs approches peuvent être utilisées dans cette technique.

1.3.3.2 les différentes méthodes d'études d'évènements

Une fois l'évènement et sa date de réalisation identifiés, on choisit comme période d'évènement un intervalle $I = [-c, \dots, +c]$, centré sur cette date. L'appréciation de la réaction d'un titre à un évènement passe alors par l'analyse des rentabilités effectivement réalisées sur l'intervalle I ²². On appelle alors « rentabilité anormale » \mathbf{RA}_{it} d'un titre i , à une date d'évènement t , l'écart entre la rentabilité observée \mathbf{R}_{it} à cette date et celle attendue $\mathbf{E}(\mathbf{R}_{it} \mid \mathbf{I}_N)$ en période normale.

$$\mathbf{RA}_{it} = \mathbf{R}_{it} - \mathbf{E}(\mathbf{R}_{it} \mid \mathbf{I}_N)$$

Du point de vue du calcul des rentabilité anormales, on trouve dans la littérature au moins deux types de méthodes.

²² On suppose qu'*a priori* les rentabilités effectivement réalisées sont différentes de celles qui auraient été observées en l'absence d'évènement., c'est à dire différentes de celles produites par le processus générant l'évolution des cours en période normale.

A - l'approche de la variable d'événement

Dans ce cas, la rentabilité anormale est estimée directement à partir d'un modèle de régression multiple à une ou plusieurs variables dichotomiques. Pour un titre i donné, le processus des rentabilités peut être présenté par le modèle suivant :

$$R_{it} = K_{it} + \mu_i \cdot D_{it} + \varepsilon_i$$

Avec : - R_{it} est la rentabilité d'un titre i à la date t ,

- K_{it} est la norme du titre i à la date t décrivant la rentabilité en période normale,

- μ_i est un paramètre représentant la rentabilité anormale du titre i ,

- D_{it} est une variable dichotomique qui prend la valeur 1 à la date d'événement t et 0 sinon

- ε_i est un terme résiduel d'espérance nulle et de variance constante.

Les paramètres du modèles sont estimés à l'aide d'une régression normale titre par titre ou d'une régression multiple pour l'ensemble des titres, sur une période suffisamment longue intégrant la période d'événement.

Cette méthode a été utilisée pour la première fois par Schipper et Thompson (1983) et Thompson (1985). Elle suppose que la réaction du marché est constante sur la période d'événement ; cette réaction est mesurée par le paramètre μ , qui est indépendant du temps. Il est cependant possible d'abandonner cette hypothèse en subdivisant la période d'événement en j sous périodes consécutives et en introduisant dans le modèle autant de variables dichotomiques, chacune prenant la valeur 1 dans un intervalle j donné et 0 sinon. La réaction du marché devient alors variable dans le temps mais constante par sous-période.

L'inconvénient majeur de cette méthode est la nécessité de spécifier *a priori* et avec précision la structure dynamique des rentabilités anormales. En pratique, il est difficile de se fonder sur les observations pour délimiter les bornes de chacun des sous-intervalles de la période d'événement. c'est –à-dire qu'il est difficile de faire une segmentation *a priori* de la série des rentabilités, surtout lorsque la réaction du marché est différente à chaque date. De plus, le nombre de paramètres à estimer dans ce cas devient nettement plus élevé. C'est pour cette raison que la plupart des études utilisant cette méthode considèrent une réaction constante dans le temps.

B - l'approche d'analyse des résidus

Dans ce cas, on se fonde sur la définition même d'une rentabilité anormale. Cette dernière se calcule par une simple différence entre la rentabilité observée à une date t - R_{it} et la norme K_{it} . A la différence de la première méthode, celle-ci comporte deux phases. Dans la première, la norme K_{it} est estimée sur l'intervalle I_N , intervalle incluant la période d'événement. Dans la seconde, les rentabilités anormales estimées RA_{it} sont calculées date par date sur la période d'événement, par une simple différence avec les rentabilités effectivement observées :

$$RA_{it} = R_{it} - K_{it}$$

1.3.3.3 La détermination de la norme

Pour apprécier à quel point les rentabilités d'un titre ont été différentes de ce qu'elles auraient pu être en l'absence de l'événement, il faut d'abord déterminer la rentabilité normale ou la norme K_{it} . Celle-ci est générée par un modèle dynamique expliquant l'évolution des rentabilités dans le temps. Bien qu'il y ait absence de consensus sur le choix de la norme, la plupart des modèles existant dans la littérature sont fondés sur le MÉDAF ou sur l'une de ses variantes. Voici quelques modèles utilisés dans la littérature.

A – La rentabilité ajustée par la moyenne

Développé par Masulis (1978), ce modèle considère que la norme K_{it} est pour chaque titre indépendant du temps :

$$\forall t = -c_i, \dots, +c_i \quad E[R_{it} / I_N]$$

Empiriquement, K_i peut être estimé par la moyenne historique des rentabilités. Cette méthode a l'avantage de la simplicité. Malgré tout, S. Brown et J. Warner (1980), montrent que, dans certains cas, ce modèle n'est pas moins performant que d'autres plus complexes.

B – La rentabilité ajustée par le marché

Utilisé notamment par Latane et Jones (1979), ce modèle considère la norme comme un terme qui ne dépend que du temps, et qui est identique pour tous les titres :

$$\forall i = 1, \dots, N \quad E[R_{it} / I_N] = K_t$$

En pratique, K_t est généralement estimé par la rentabilité de l'indice du marché à la date t . Ceci revient à supposer implicitement, en le rapprochant du MÉDAF, que tous les titres ont un bêta égal à 1. L'avantage de cette méthode est qu'on n'a pas besoin de recourir à un intervalle en dehors de la période d'événement - I_N - pour estimer la norme, puisque celle-ci est égale à la rentabilité du marché à la même date.

C – Le modèle de marché

Considéré comme étant le plus proche du MÉDAF, ce modèle est un des plus utilisés dans la pratique. Il suppose que la rentabilité attendue sur un titre donné est fonction linéaire de la rentabilité de l'indice du marché à la même date. Pour un titre i à la date t , on a :

$$E[R_{it} / R_{Mt} I_N] = K_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt}$$

Où R_M est la rentabilité du marché à la date t . Ce modèle purement économétrique permet d'ajuster la rentabilité espérée d'un titre par sa sensibilité aux variations de l'indice du marché. En pratique, l'estimation des paramètres α_i et β_i dépend de l'approche adoptée. Dans une étude d'événement menée selon la première approche, le modèle est estimé sous sa version modifiée par la régression suivante :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \mu_i \cdot D_{it} + \varepsilon_{it}$$

On obtient ainsi une estimation des paramètres α_i et β_i , mais aussi celle du paramètre μ_i représentant ici la rentabilité anormale. En revanche, dans la seconde approche, α_i et β_i sont d'abord estimés sur l'intervalle d'estimation I_N par la régression suivante :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it}$$

Ensuite, la norme est estimée de la manière suivante pour chaque date de l'intervalle I :

$$K_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it}$$

E. Fama, L. Fisher, M. Jensen et R. Roll (1969) ont été les premiers à utiliser ce modèle, ils l'ont appliqué à l'étude de l'impact des divisions d'actions et des attributions d'actions gratuites sur le NYSE.

D – Les autres variantes du MÉDAF

Dans plusieurs études d'événements récentes, des versions modifiées du modèle de marché ont été utilisées pour modéliser la dynamique des rentabilités. Dans la plupart des cas, on rajoute au modèle de base d'autres facteurs explicatifs, en particulier certaines caractéristiques spécifiques aux firmes telles que la taille ou le PER. Par exemple, E. Dimson et P.R. Marsh (1983) tiennent compte de la présence éventuelle de l'effet taille dans les rentabilités. La norme pour chaque titre est calculée selon le modèle de marché, mais à l'intérieur de déciles de capitalisation. Ainsi, la sensibilité de chaque action est mesurée par rapport à un indice évalué à partir de toutes les actions appartenant au même décile.

D'autres modèles de détermination de la norme, fondés sur les théories de l'évaluation par arbitrage (APT) ont également été développés. Leur principe consiste à lier la dynamique des rentabilités à celle d'un certain nombre de facteurs macro-économiques ou spécifiques aux firmes. Il s'agit d'une généralisation du modèle de marché où la rentabilité des titres est expliquée non pas par un seul facteur (indice de marché), mais par plusieurs.

1.3.3.4 La procédure d'estimation et les tests de significativité

Une fois la rentabilité anormale calculée (ou directement estimée), on en déduit la réaction moyenne du marché en calculant la rentabilité anormale moyenne à chaque date d'événement :

$$\mathbf{RAM}_t = (\mathbf{I}/\mathbf{N}) \Sigma \mathbf{RA}_{it}$$

Avec: - N le nombre de titres dans l'échantillon. Enfin, pour évaluer l'impact global de l'événement, la rentabilité anormale moyenne cumulée est calculée à partir de la première date de l'intervalle I(-c) :

$$\mathbf{RAMC}_t = \Sigma \mathbf{RAM}_t$$

Celle-ci mesure l'ampleur de la réaction moyenne cumulée jusqu'à la t-ième date relativement à la date d'événement t_0 . la dernière étape consiste donc à tester la significativité des rentabilités anormales moyennes et moyennes cumulées.

Pour cela, on teste la significativité de la rentabilité anormale en posant l'hypothèse nulle H0 de non significativité de la rentabilité anormale contre l'hypothèse alternative H1 de significativité de la rentabilité anormale.

$$\mathbf{H0 : E(RA_{it}) = 0}$$

$$\mathbf{H1 : E(RA_{it}) > 0}$$

Dans la pratique deux types de tests sont proposés selon les hypothèses émises sur la distribution des rentabilités anormales moyennes : les tests paramétriques et les tests non paramétriques²³.

Les tests paramétriques ont été introduits pour la première fois par Jaffe (1974), Mandelker (1974) et Patell (1976). Ces tests sont nombreux et différents selon les hypothèses qui sont faites sur la dépendance ou l'indépendance des rentabilités anormales moyennes, et la constante ou non de la variance. Parmi ces tests, deux sont fréquemment utilisés.

- Le premier est fondé sur la statistique suivante pour une date t de l'intervalle d'événement I :

$$T_{1t} = \frac{RA_{it}}{\sigma_{RA_{it}}}$$

Avec :

$$\sigma_{RA_{it}} = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (RA_{it} - \overline{RA})^2}$$

Sous l'hypothèse d'indépendance des rentabilités normales, cette statistique suit une loi normale centrée réduite lorsque N est grand. En réalité, il arrive souvent que les rentabilités anormales ne soient pas indépendantes entre les titres, en particulier lorsque les événements se chevauchent dans le temps. S. Brown et J. Warner (1985) montrent que les conséquences d'une telle hypothèse sur la spécification du test varient en fonction du degré de chevauchement des événements, mais aussi de la procédure utilisée.

²³ Les tests non paramétriques ne seront pas traités ici.

- Le second test tient compte de la dépendance des rentabilités entre les rentabilités des différents titres. Il est fondé sur la statistique suivante :

$$T_{2t} = \frac{RAM_t}{\sigma_{RAM_t}}$$

Avec :

$$\sigma_{RAM_t} = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{t=1}^N (RAM_t - \overline{RAM})^2}$$

$$\overline{RAM} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N RAM_t$$

Sous l'hypothèse de normalité des rentabilités anormales moyennes, la statistique T_2 suit une loi de Student à N-1 degrés de liberté.

Après avoir obtenu cette statistique, on la compare à sa valeur critique.

- Si la statistique est supérieure à sa valeur critique, on rejette H_0 . La rentabilité anormale est significative. En effet, si l'événement n'a pas été anticipé, le marché doit réagir instantanément à l'annonce. Si les marchés sont efficients selon la forme semi-forte, on doit alors observer une forte rentabilité anormale le jour de l'évènement.

- Si la statistique est inférieure à sa valeur critique, on accepte H_0 . La rentabilité anormale n'est pas significative. Il n'y a donc pas de différence entre la rentabilité théorique calculée et la rentabilité réelle constatée. On peut conclure que lorsque l'évènement a été entièrement anticipé, le marché ne réagit pas à l'annonce.

La technique des études d'évènements utilise les cours d'équilibre pour mesurer la réaction moyenne du marché ou la réaction d'un titre à un événement. L'hypothèse implicite sur laquelle repose cette technique est que les cours reflètent à chaque instant la réaction des investisseurs aux informations disponibles. Par la mise en oeuvre des events studies, on peut déterminer si le marché réagit à tel ou tel événement. Par conséquent, on peut conclure si l'évènement étudié a été anticipé ou non.

2 L'ETUDE DES PROFIT WARNINGS SUR LE MARCHÉ FRANÇAIS

2.1 LE CADRE RÉGLEMENTAIRE

Le renforcement de la confiance de l'investisseur dans une entreprise passe d'abord par l'amélioration de sa gestion, mais également par une communication financière de qualité, facteur de limitation des risques de surprise et d'amélioration relative du cours de l'action par rapport au marché dans son ensemble²⁴.

2.1.1 L'IMPORTANCE DE LA COMMUNICATION FINANCIÈRE

La communication financière des sociétés a pris au cours des dernières années une importance accrue. Elle s'est traduite par des communications directes ou indirectes.

- Il y a eu des communications directes de plus en plus fréquentes avec le marché, que ce soit par la voie des comptes annuels et situations comptables périodiques, ou par celle des lettres aux actionnaires, communiqués de presse, réunions d'information, interviews et articles, création de sites Internet, publicités financières à l'occasion d'opérations d'acquisition ou de rapprochement.
- Des communications indirectes avec le marché ont également pris une importance stratégique, à l'occasion des contacts de ces entreprises avec les analystes financiers soit à l'occasion d'événements spécifiques ou non.

Généralement, les communications des entreprises sont relatives à *des événements spécifiques* qui marquent leurs évolutions et sont susceptibles d'avoir un impact sur le résultat attendu pour l'exercice en cours ou pour les exercices ultérieurs. Ces informations, qualifiées d'information permanente, sont requises par la réglementation de la COB²⁵. De telles communications peuvent également être publiées *en l'absence d'événements spécifiques*, dans le but d'informer le marché. Ainsi, de façon plus ou moins explicite, les attentes en termes de résultats doivent être modifiées : dans la terminologie anglo-saxonne, on parle alors de “ profit warnings ” ou d'alertes sur résultats en Français.

²⁴ Représenté par un indice composite, par exemple l'indice CAC 40 ou le SBF 120

²⁵ Article 4 du Règlement 98-07

2.1.1.1 Un besoin de communication plus riche pour le marché

L'information financière communiquée au marché est non seulement plus fréquente, mais elle est de plus en plus riche. Depuis plusieurs années, les entreprises françaises ont considérablement amélioré leur politique d'information dans ce domaine : les indications sur le projet stratégique, la politique de croissance, sont de plus en plus abondantes dans les rapports annuels.

Néanmoins, le marché ne se contente plus d'informations historiques, présentées sous forme sociale ou consolidée, et publiées dans des délais de plus en plus brefs : les investisseurs demandent aujourd'hui à recevoir des informations de nature prévisionnelle, à connaître les objectifs de croissance et de rentabilité des sociétés. En conséquence, la publication d'informations prospectives par les entreprises françaises se développe rapidement, même si la prudence traditionnelle en matière de publication de prévisions reste fortement marquée.

2.1.1.2 Réaction du marché face aux annonces de résultats

Indépendamment des facteurs de volatilité affectant le marché dans son ensemble, la réactivité des investisseurs aux annonces par les entreprises de modifications de tendances des résultats semble être actuellement de plus en plus forte²⁶. Il arrive fréquemment qu'une révision des perspectives de résultats annoncée par une société importante se traduise, par contrecoup, par une modification par les analystes financiers des estimations de résultats de l'ensemble des sociétés du même secteur économique, tant au plan domestique qu'au plan international («effet de contagion »).

Les moyens modernes d'information font que l'ensemble des intervenants dispose à peu près en même temps des nouvelles données et que les réactions des opérateurs se situent dans un délai très réduit. Cela provoque des effets de réaction collective plus rapides et plus amples. Il semble toutefois que les réactions du marché à une annonce de révision de perspectives sont plus violentes dans certains contextes, par exemple lorsque le marché est globalement inquiet (crise économique localisée, périodes d'incertitude sur l'évolution des taux d'intérêts), ou lorsque la crédibilité de la stratégie de l'entreprise est remise en cause par les analystes.

²⁶ La presse financière rapporte quotidiennement des décalages de cours de bourse atteignant et parfois jusqu'à 30% en une seule séance à la suite d'alertes aux résultats.

2.1.1.3 Quelques constats sur l'information comptable périodique

Même si des progrès sont observés année après année, les délais de publication des comptes annuels et intermédiaires restent, en France, en moyenne bien supérieurs à ceux observés sur les marchés anglo-saxons. Jusqu'à la publication de la Recommandation n°99-01 de la COB²⁷ relative au mode d'établissement et de présentation des comptes intermédiaires par les sociétés faisant appel public à l'épargne, applicable pour la première fois pour la publication des résultats du premier semestre 1999, les résultats semestriels publiés par les entreprises françaises étaient souvent sommaires, non comparables avec les comptes annuels, et non assortis des explications nécessaires à leur bonne compréhension.

Cependant, la publication des résultats trimestriels semble s'accélérer depuis peu (par exemple, elle s'est généralisée en 1999 dans le secteur bancaire), et nombreuses sont les entreprises qui considèrent que cette tendance est inéluctable, même si elle pose de nombreux problèmes. En effet, les entreprises cotées aux Etats-Unis et sur d'autres marchés importants publient généralement des résultats trimestriels, et l'impact de telles publications sur l'ensemble des entreprises appartenant au même secteur économique conduit ces dernières à réagir, pour donner des indications appropriées quand à leur propre activité.

2.1.2 LES RECOMMANDATIONS VISANT À RÉDUIRE LES PROFIT WARNINGS

La démarche de communication des profit warnings ne repose pas sur le bon vouloir des entreprises. Les avertissements sur résultats entrent dans le cadre du règlement 98-07 (Cf Annexe n°1) sur l'information du public. En France, les modalités de communication des avertissements sur les résultats ont été précisées en mars 2000 par le rapport Lepetit. Ce document n'a pas vraiment de valeur réglementaire. Il propose plusieurs recommandations dans le but de diminuer le nombre de profit warnings.

²⁷ Recommandation adoptée le 18 mai 1999, in Bulletin COB n°335, mai 1999.

2.1.2.1 Clarifier les différences entre objectifs et prévisions

Les données à caractère prévisionnel sont utiles à l'information des investisseurs. Toutefois, la prévision étant par nature entachée d'aléas, toute information de nature prévisionnelle ne doit être publiée par un émetteur qu'en l'assortissant d'avertissements appropriés sur les incertitudes affectant la réalisation des hypothèses sous-jacentes, d'une description suffisante des principales hypothèses retenues, et de l'indication que les réalisations pourront être significativement différentes.

La différenciation claire, parmi les données prospectives publiées, entre ce qui ressort des objectifs chiffrés de l'entreprise, et des prévisions publiées par elle-même ou par les analystes financiers est un facteur essentiel de sécurisation de la communication financière.

2.1.2.2 Identifier les situations pouvant nécessiter une alerte aux résultats

Il est de la responsabilité de l'entreprise de faire comprendre au marché :

- sa stratégie et ses objectifs ;
- ses déterminants économiques propres (marchés, secteurs d'activité, rentabilité par ligne de produits, ratios-clés de l'exploitation, besoin en fonds de roulement, etc...) ;
- sa sensibilité aux variables exogènes conjoncturelles.

Si le marché dispose de toute l'information nécessaire concernant ces trois éléments, il est normalement en situation d'interpréter l'incidence sur les résultats de l'entreprise de toute information nouvelle.

Lorsqu'une entreprise est amenée à constater que ses résultats attendus seront en dessous du consensus de marché, et si les dirigeants concluent après examen que cet écart provient bien d'une insuffisante explicitation d'un de ses trois éléments, elle doit intervenir le plus rapidement possible pour rétablir un niveau satisfaisant d'information concernant ce ou ces éléments. Si l'entreprise ne dispose pas d'une occasion de communication périodique²⁸, cette intervention doit prendre la forme d'une communication officielle spécifique dans un délai rapide et dans les conditions prévues par la réglementation en vigueur. De plus, l'entreprise devrait détailler les mesures qui vont être prises, afin que le marché puisse apprécier sa capacité à maîtriser les événements.

²⁸ Résultats annuels ou semestriels, chiffres d'affaires trimestriels, assemblée générale...

2.1.2.3 Améliorer l'information financière périodique, facteur de réduction des incertitudes

La publication d'une information financière régulière et fréquente, selon un système connu à l'avance par le marché, réduit tant les périodes d'incertitude pour celui-ci, que l'horizon de la prévision des analystes financiers. Elle contribue ainsi à limiter les mauvaises surprises, à éviter les fortes corrections de cours, et à améliorer la confiance dans la maîtrise des résultats de l'entreprise.

Ce principe général peut être décliné essentiellement sous deux formes :

- une augmentation de la fréquence de l'information périodique concernant les résultats,
- une réduction des délais de publication.

2.1.2.4 Instaurer une période d'embargo avant la publication des résultats (" quiet period" dans le monde anglo-saxon)

L'entreprise se trouve dans une situation particulière au cours de la période précédant l'annonce de ses résultats, dans la mesure où ceux-ci sont connus en interne et, même s'ils sont sous embargo, il est en pratique bien difficile de ne donner aucune indication au marché dans le cadre de la communication financière. L'entreprise devrait ainsi faire précéder l'annonce de ses résultats d'une période pendant laquelle elle se refuse à donner des informations nouvelles sur ses affaires et ses résultats aux analystes financiers. Afin d'assurer une efficacité maximale à cette période d'embargo, l'entreprise devrait sensibiliser ses principaux responsables, y compris opérationnels, susceptibles d'être interrogés.

Cette période d'embargo sur les résultats ne dispense toutefois pas l'entreprise de fournir au marché des informations ponctuelles sur tout fait important survenu pendant cette période et susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument, tel que le requiert l'article 4 du Règlement n° 98-07 de la COB. Dans un tel cas, ce doit être impérativement fait par voie de presse. A titre indicatif, une période d'embargo de deux semaines avant la publication des résultats paraît satisfaisante.

2.1.3 LA MAÎTRISE DES OUTILS INTERNE DE COMMUNICATION

Il s'agit des recommandations pratiques pour l'amélioration des moyens et modalités de l'information financière.

2.1.3.1 Avoir un système interne de pilotage adapté aux nécessités de la communication financière

Le système d'information de gestion (SIG ou reporting interne) doit avant tout servir au pilotage de l'entreprise par les dirigeants, et devrait donc :

- comporter les instruments de collecte des informations nécessaires pour répondre aux besoins en matière de communication financière externe, et permettre de connaître rapidement les résultats tels qu'ils doivent être communiqués au marché ;
- intégrer les variables-clés (y compris les indicateurs de création de valeur) sur lesquelles l'entreprise communique, tant en termes de situation présente que d'anticipations.

L'entreprise doit également veiller à ce que son système d'information de gestion soit clair et cohérent dans ses différents aspects : différencier par exemple les objectifs communiqués au marché et ceux qui sous-tendent le budget (conçu comme un outil de motivation du management) est source de confusion, et éventuellement d'erreurs dans la communication avec le marché. Le lien entre la communication financière et les prévisions internes (outil de pilotage pour les dirigeants) doit être parfaitement maîtrisé.

2.1.3.2 Acquérir l'intelligence du marché et suivre le consensus

Il est particulièrement utile à l'entreprise de connaître les attentes du marché à son endroit, c'est-à-dire de développer une " intelligence du marché " : celle-ci permet à l'entreprise de comprendre à quels éléments de sa stratégie ou de ses objectifs, le marché réagit. Cette compréhension devrait être une préoccupation permanente des responsables de la communication financière, qui devraient s'efforcer de connaître le consensus du marché en matière de prévision de résultats.

Pour cela, il faut être réceptif aux signaux du marché, à son état d'esprit vis-à-vis de l'entreprise et de son secteur d'activité, afin d'identifier les points d'intérêt particuliers, de

déceler à temps tout écart d'estimation avec le consensus du marché, et d'auto-évaluer la qualité de la communication financière.

En effet, une communication de bonne qualité est une communication qui réduit le différentiel entre la perception du marché et la vision que l'entreprise a d'elle-même.

Une telle communication, qui passe par différentes voies, notamment par une actualisation régulière des informations communiquées lors de chaque rendez-vous périodique programmé, permet ainsi de limiter la volatilité du cours du titre.

2.1.3.3 Mettre en œuvre un plan de communication

Pour officialiser une politique de communication financière visant à valoriser correctement son titre, l'entreprise peut annoncer au marché, voire prendre une sorte d'engagement moral auprès des analystes sur la nature des données qu'elle va communiquer, pour quelles raisons et avec quelle régularité. Cette démarche volontariste formalisant les relations de l'entreprise avec les analystes peut prendre l'appellation de “ *plan de communication* ”.

Les engagements y figurant peuvent notamment concerner, en distinguant ce qui ressort de la simple application des obligations légales et réglementaires et des initiatives supplémentaires de l'entreprise :

- La fréquence (exemple : publication de comptes trimestriels) ;
- les délais (exemple : 60 jours pour les comptes trimestriels) ;
- le contenu (exemple : documents comptables complétés d'indications stratégiques, d'objectifs, de ratios significatifs, de tendances et d'une revue des principaux déterminants de l'entreprise) ;
- la durée de la période d'embargo avant la publication des résultats.

La formalisation d'un plan de communication financière relève du respect de l'actionnaire et de l'investisseur, et devrait être considérée comme partie intégrante de la politique de gouvernement d'entreprise.

2.1.2.4 Renforcer les procédures internes pour maîtriser la communication financière

La rigueur dans la mise en œuvre de la politique de communication financière est un facteur de protection pour les dirigeants et les actionnaires de l'entreprise. Elle est également affaire de déontologie, de transparence et de rapidité.

La bonne maîtrise de la politique de communication financière élaborée par les dirigeants suppose que celle-ci obéisse à des procédures internes, qu'il est souhaitable de formaliser aussi clairement que possible afin de s'assurer de leur compréhension et de leur respect par les différentes personnes susceptibles d'être en contact avec des analystes, des représentants de la presse, ou des investisseurs.

Ces procédures devraient notamment couvrir :

- la rédaction claire de la politique définie par les dirigeants, le calendrier des publications, leur contenu-type, et éventuellement le plan de communication financière évoqué précédemment ;
- la désignation d'un nombre limité de personnes habilitées à communiquer ;
- l'organisation de réunions destinées spécifiquement aux analystes, et d'une conférence de presse ;
- le choix des supports retenus pour la publication des informations (communiqués de presse, supports électroniques, etc..) ;
- les relations avec le marché par l'intermédiaire des conseils et sous-traitants de l'entreprise (agences de communication, intermédiaires financiers, etc..).

La communication financière des sociétés a pris au cours des dernières années une importance accrue. En France, les modalités de communication des avertissements sur les résultats ont été précisées en mars 2000 par le rapport Lepetit. Il propose plusieurs recommandations dans le but de diminuer le nombre de profit warnings à savoir ; il faut clarifier les différences entre objectifs et prévisions, identifier les situations pouvant nécessiter une alerte aux résultats, améliorer l'information financière périodique et instaurer une période d'embargo avant la publication des résultats.

2.2 LES ETUDES DE CAS

Le but de cette partie est d'étudier trois cas de sociétés qui symbolisent à nos yeux les différentes situations observées à la suite d'un profit warning. En fonction de la réaction du marché, un avertissement peut avoir ou non un impact significatif sur le cours de la société.

- Le Profit Warning a un impact significatif sur le cours : dans ce cas, l'avertissement n'a pas été anticipé par le marché et la société est immédiatement sanctionnée par une baisse brutale de son cours en bourse. Le plus souvent, ce sont des avertissements sur résultat courant.
- Le Profit Warning n'a pas d'impact significatif sur le cours :
 - soit parce que l'avertissement porte sur un résultat exceptionnel. La société bénéficie alors de la « clémence » du marché qui ne sanctionne pas durement le titre. Cela est une marque de confiance du marché quant à la reprise de l'activité de la société,
 - soit parce que l'avertissement a été anticipé par le marché en fonction des informations passées qui lui sont parvenues, dans ce cas l'information a déjà été intégrée dans le cours.

Pour faire apparaître ces trois situations, nous allons utiliser des exemples de sociétés qui nous semblent représentatives de chaque cas, au vu de l'évolution des cours, des rentabilités observées et des informations parues dans la presse financière. Enfin, nous essaierons d'infirmer ou de confirmer notre hypothèse à travers l'étude économétrique contenue dans la troisième partie.

2.2.1 IMPACT SIGNIFICATIF DU PROFIT WARNING SUR LE COURS : LE CAS ALCATEL

Le choix de Alcatel s'explique par la forte baisse de son cours le jour du Profit Warning. Mais avant d'étudier les conséquences de cet avertissement sur le cours, il nous semble utile de faire une présentation de la société et de ses activités.

2.2.1.1 Profil général

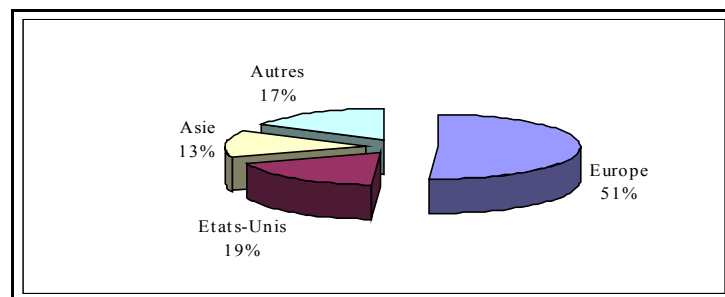
Alcatel est le leader mondial de la transmission optique et de l'accès rapide à Internet. La société dirigée par Serge Tchuruk est l'un des acteurs majeurs des sociétés de Télécommunications. Coté au Premier marché, son indice de référence est le CAC 40. Sa capitalisation boursière est d'environ 5,6 milliards d'euros.

En 2001, la société a réalisé un chiffre d'affaire de 25,350 milliards d'euros. Le CA par pôle d'activité se répartit comme suit :

- réseaux (45%) : réseaux de données accès rapide Internet, réseaux mobiles, réseaux voix, services réseaux ;
- optique (29%) : réseaux optiques terrestres et sous-marins (n° 1 mondial), fibres optiques (n°3 mondial), composants opto-électroniques (Alcatel Optronics), faisceaux hertziens point-à-point ;
- e-business (14%) : réseaux pour entreprises, logiciels applicatifs, distribution et services, téléphonie mobile ;
- espace et composants (12%) : réseaux télécoms (satellites, réseaux sol et services associés), systèmes spatiaux pour la météo, la science, l'observation et la gestion de l'environnement, composants d'infrastructures mobiles, composants mécaniques pour systèmes de télécoms.

La répartition géographique du CA est la suivante :

Graphique – Répartition géographique du CA 2001 de Alcatel par zone géographique



Source : JCF Quant

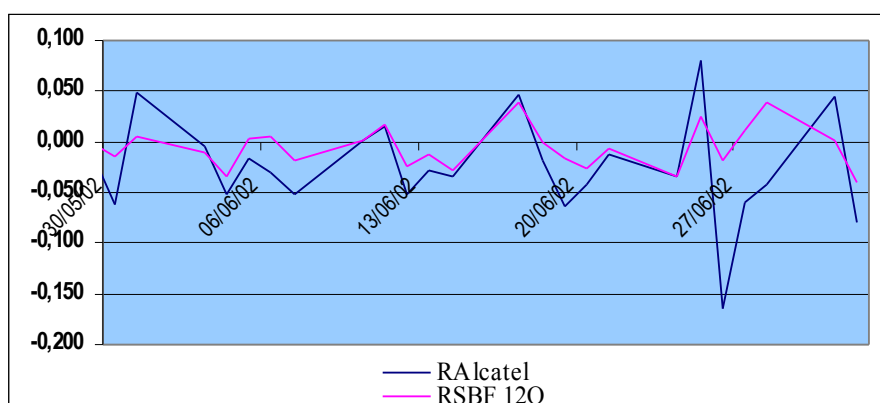
Les activités câbles sont regroupées au sein de Nexans (introduit en Bourse en juin 2001), qui est également une société cotée au SBF 120.

Si, depuis le 17 Septembre 1998 Alcatel est devenu un cas d'école lorsque le cours du titre a plongé de 38% à la suite d'un profit warning, notre étude portera ici sur l'avertissement sur résultat du 26 juin 2002 qui a engendré une baisse de 16,47% du cours de l'action.

2.2.1.1 Etude graphique

Le 26 juin 2002, l'équipementier de télécommunication Alcatel a déçu le marché en annonçant qu' il « ne parviendra pas à dégager un bénéfice **comme prévu** cette année ». Cette déclaration faite par la direction du groupe a donc surpris le marché dans son ensemble qui s'attendait à priori à de meilleures nouvelles de la part de la société. La sanction a été immédiate. Pour voir la baisse subie par le titre ce jour , voici une étude comparée des rentabilités de la société Alcatel et du marché représenté par le SBF 120.

Graphique – Evolution des rentabilités de l'action Alcatel (en EUR) et du SBF 120 du 30/05/02 au 02/07/02



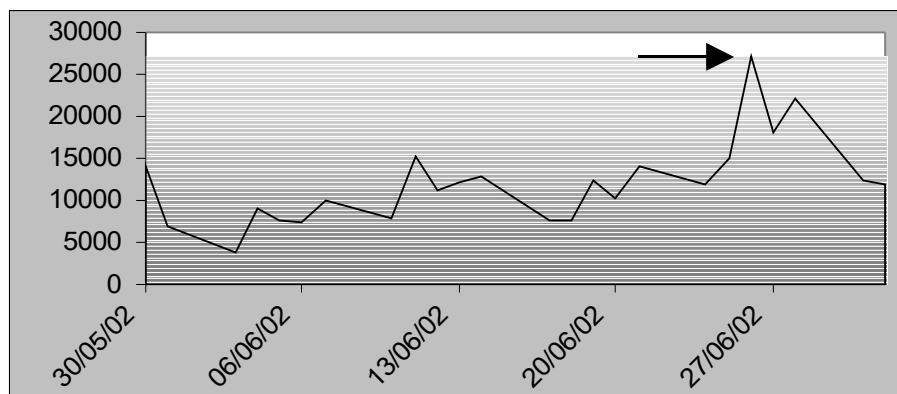
Source : Datastream

Le 26 juin, date du Profit Warning, on note une forte baisse de rentabilité sur le titre (-16,5%) alors que le marché ne baisse que de 1,8%. Au final, le titre aura sous-performé le marché de 14,63%.

Comme souvent dans les cas d'avertissement sur résultat non anticipés, l'avertissement porte sur le **résultat opérationnel** et non le résultat exceptionnel. C'est ce que montre cet extrait tiré du quotidien « les échos » du 27 juin 2002 : « Hier matin, Alcatel a émis un avertissement sur ses résultats. Il s'attend à une **perte opérationnelle** pour 2002 et a annoncé un nouveau plan drastique de réduction de coûts qui passera par la suppression de 10 000 postes. Il n'est pas étonnant alors que son cours ait abandonné 16,47%. »

La perte de confiance du marché entraîne de fortes transactions sur le cours. On enregistre donc en fin de séance un volume de transaction inhabituel sur la société comme le montre le graphique suivant.

Graphique – Evolution du volume de transactions à la bourse de Paris sur le titre Alcatel du 30/05/02 au 02/07/02



Source : Datastream

En effet, le jour de l'avertissement, comme à chaque date d'événement important, le marché s'intéresse plus que d'habitude à la valeur. Le 26 juin 2002, 27,282 millions de titres Alcatel ont été échangés à la bourse de Paris, contre une moyenne de 10,862 millions pendant les deux semaines précédant l'événement.

Avant de vérifier dans notre étude économétrique si le profit warning a été anticipé, nous ferons l'étude du deuxième cas qui concerne les profit warnings anticipés, à travers le cas de la société Michelin.

2.2.2 IMPACT NON SIGNIFICATIF DU PROFIT WARNING SUR LE COURS : LE CAS MICHELIN

Contrairement à ce qu'on pourrait penser, les profit warnings ne sont pas la chasse gardée des TMT même si se sont elles qui en sont le plus souvent victimes, surtout depuis l'éclatement de la bulle Internet en mars 2000. Les sociétés de « l'ancienne économie » n'échappent pas non plus à la règle. Le 31 juillet 2001, Michelin a émis un avertissement non anticipé mais malgré cela, le titre ne semble pas avoir été sanctionné par le marché.

2.2.2.1 Profil général

Michelin est une société du premier marché dont l'indice de référence est le CAC 40. Avec une capitalisation boursière d'environ 4,6 milliards d'euros, l'équipementier automobile fait partie des sociétés dites de « l'ancienne économie », cotées au CAC 40.

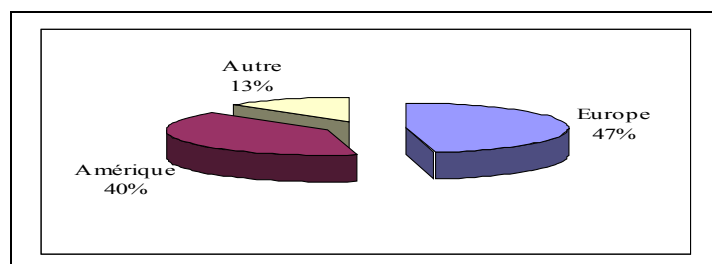
Michelin figure parmi les 3 premiers fabricants de pneumatiques avec 19% de part de marché. Le groupe a introduit en 1946 le premier pneumatique à carcasse radiale. Son activité s'articule essentiellement autour de 3 pôles :

- pneumatique tourisme-camionnette (50,6% du CA) : produits de 1^{re} monte (29% du CA de la branche, 269 millions de pneus vendus notamment pour General Motors, PSA, Fiat) et produits de remplacement (71%, 645 millions de pneus vendus) ;
- pneumatique poids lourds (24,8%) : 89 millions de pneus vendus dont 16% pour les produits de 1^{re} monte et 84% pour les produits de remplacement ;
- autres (31,1%) : pneumatiques pour le secteur agricole, aéronautique (pneu radial sur le Concorde) et génie civil. Le groupe exerce en outre une activité d'édition de guides voyages (Guide Vert, Guide Rouge et Guide Michelin).

Les principales marques du groupe sont BF Goodrich, Kléber, Uniroyal, etc. Michelin dispose de 80 sites de production dans 18 pays.

Géographiquement, le CA se ventile de la façon suivante :

Graphique – Répartition géographique du CA 2001 de Michelin par zone géographique



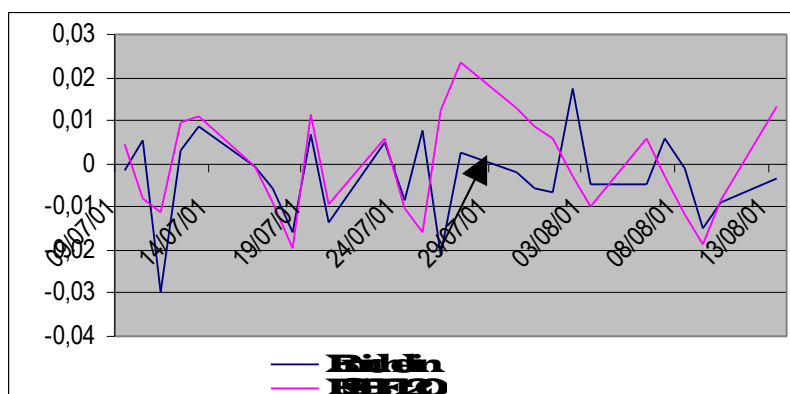
Source : JCF Quant

2.2.2.1 Etude graphique

La faible baisse du cours de l'action le jour du profit warning, peut laisser penser que l'impact n'a pas été très significatif sur le cours. En effet, le 30 juillet 2001, jour de

l'avertissement, le titre Michelin n'a cédé que 0,57% dans un marché en hausse de 0,87% soit une baisse relative de 1,44%.

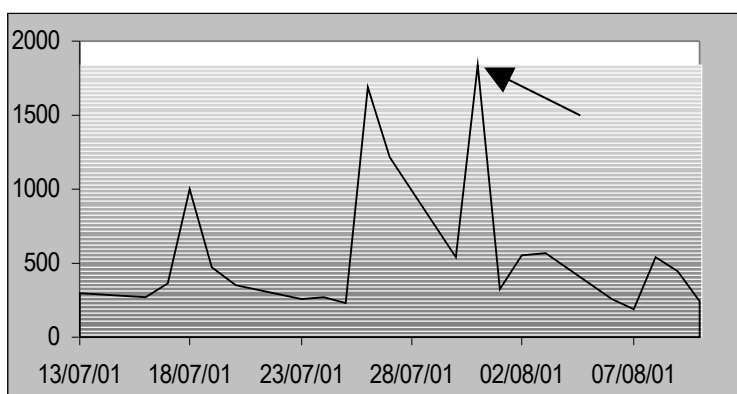
Graphique – Evolution des rentabilités de l'action Michelin (en EUR) et du SBF 120 du 09/07/01 au 13/08/01



Source : Datastream

Le graphique nous montre que le profit warning n'a pas été anticipé car on n'enregistre aucune baisse significative sur une période de deux semaines avant l'événement. Les rentabilités observées ont alors oscillé entre -3% et +2,4%. Par contre, comme à chaque date d'événement, on enregistre une forte transaction sur le titre le jour de l'avertissement comme le montre le graphique suivant :

Graphique – Evolution du volume de transactions à la bourse de Paris sur le titre Michelin du 13/07/01 au 07/08/01



Source : Datastream

Malgré le fort attrait du marché pour le titre le jour de l'alerte, le titre ne cède que 0,57%. On peut donc penser que l'avertissement portait sur le **résultat exceptionnel**, ce qui justifie la clémence du marché.

Une première réponse nous est donnée par les titres de la presse financière. Pour les échos du 1^{er} Août 2001, « Michelin revoit ses prévisions à la baisse, pénalisé par la conjoncture américaine ». C'est donc la conjoncture américaine qui est mise en cause et non pas la mauvaise gestion de la société. Selon le même quotidien, « Pour justifier sa contre-performance du semestre, Michelin invoque le très fort ralentissement du marché nord-américain du poids lourd. Le marché *première monte*, dont le français détient 32 %, a fléchi de 42 % par rapport au premier semestre 2000, et celui du pneu neuf de remplacement de 11%. Difficile, alors, de faire des étincelles ! »

Pour finir de rassurer le marché, le groupe a annoncé avoir « accru son chiffre d'affaires de 4,5 %, à 7,71 milliards d'euros sur le semestre, et son bénéfice net a profité de la plus-value de 375 millions d'euros réalisée sur la vente des 2,8 % qu'il détenait dans Peugeot ».

Le marché semble avoir admis qu'il s'agit d'une perte exceptionnelle dont la cause n'est pas la mauvaise gestion de l'entreprise, raison pour laquelle il n'a pas sanctionné le titre Michelin comme cela a été le cas pour Alcatel. De plus, le marché semble avoir été rassuré par la hausse du chiffre d'affaire du groupe.

Le dernier cas portera sur les avertissements sur résultats parfaitement anticipés par le marché. Pour illustrer ce cas, nous étudierons la société Rhodia.

2.2.3 PROFIT WARNING ANTICIPÉ PAR LE MARCHÉ : LE CAS RHODIA

Rhodia est une société du SBF 120, très peu connue du grand public. Le cas de cette société paraît intéressant à étudier car il s'agit d'une situation très atypique. En effet, le cours de la société s'est apprécié de 3,86 %, le 4 Octobre 2001, le jour de son profit warning. Mais avant d'expliquer les raisons de cette situation, voici une brève présentation de la société.

2.2.3.1 Profil général

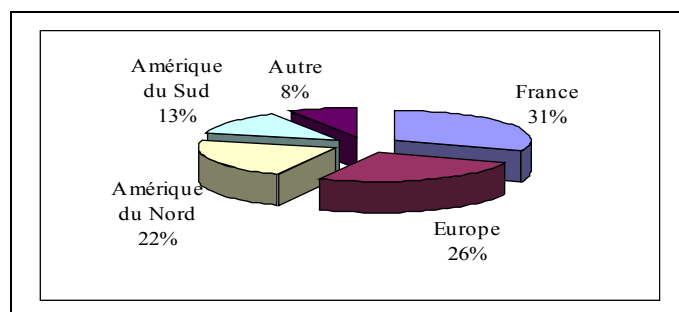
Rhodia est une société dont le secteur d'activité est la chimie. C'est une société Cotée au premier marché et dont l'indice de référence est le SBF 120. Sa capitalisation boursière avoisine 1,5 milliards d'euros. L'actionnaire principal de Rhodia est le groupe pharmaceutique Aventis qui détient 25,21% du capital de la société.

Issu de la scission de Rhône Poulenc, Rhodia figure parmi les principaux groupes mondiaux de chimie de spécialités. L'essentiel du CA se répartit comme suit :

- spécialités pour produits de consommation (30%) : phosphates alimentaires (n° 1 mondial), hydrocolloïdes et tensioactifs ;
- polyamides (19%) : 2e producteur mondial (plastiques, fils et fibres techniques) ;
- spécialités industrielles (16%). A partir de silice, silicone et latex, Rhodia développe des produits destinés notamment à l'automobile et au BTP ;
- chimie organique fine (15%) : ingrédients pharmaceutiques (1er producteur mondial d'aspirine et 2e producteur mondial de paracétamol), diphénols et arômes ;
- services et spécialités (14%) : spécialités dérivées de terres rares séparées (Electronics & Catalysis), traitement des déchets et eaux (Eco Services) et fabrication de câble acétate destiné aux filtres à cigarettes (Acetow).

Géographiquement, le CA se répartit comme suit : France (31%), Europe (26%), Amérique du Nord (22%), Amérique du Sud (13%) et autre (8%).

Graphique – Répartition géographique du CA 2001 de Rhodia par zone géographique



Source : JCF Quant

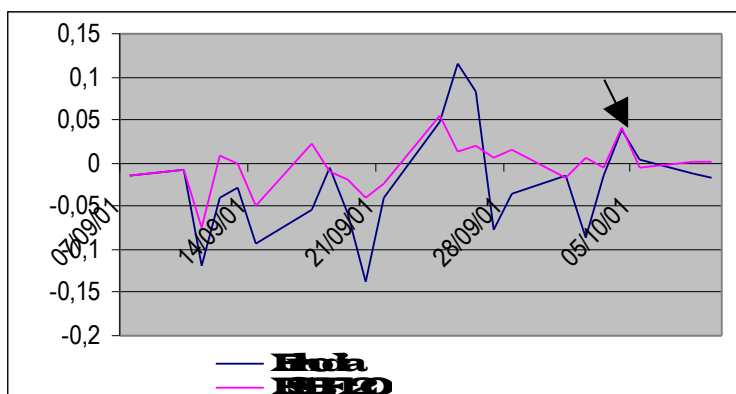
2.2.3.1 Etude graphique

Après une année 2000 de forte croissance, la société a enregistré des résultats pour l'année 2001 en deçà de ses attentes avec une baisse de 1,88% de son chiffre d'affaire (cf. Annexe N°6). 2001 marque donc une période de récession pour cette société qui a vu la pluspart de

ses ratios financiers se détériorer. Cette dégradation de la situation de la société s'explique en partie par un dernier semestre très difficile à cause des attentats du 11 septembre qui ont fortement pénalisés les sociétés du secteur, du fait de la baisse de la demande qui s'en ait suivi.

C'est donc dans ce contexte difficile que la société a émis un profit warning le 14 Décembre 2001. Malgré la mauvaise situation des comptes et les perspectives moroses, cette alerte n'a pas été sanctionné par le marché. Au contraire, le titre s'envole de 3,86%. L'étude du graphique sur l'évolution des rentabilités nous donne un meilleur aperçu de l'évolution des cours par rapport au marché.

Graphique – Evolution des rentabilités de l'action Michelin (en EUR) et du SBF 120 du 07/09/01 au 11/10/01



Source : Datastream

Le graphique montre une baisse continue des rentabilités à partir du 11 septembre et une hausse de rentabilité le jour de l'avertissement. On peut donc penser que le marché a anticipé le profit warning et que la baisse potentielle était déjà intégrée dans le cours. Plusieurs éléments tendent à le montrer :

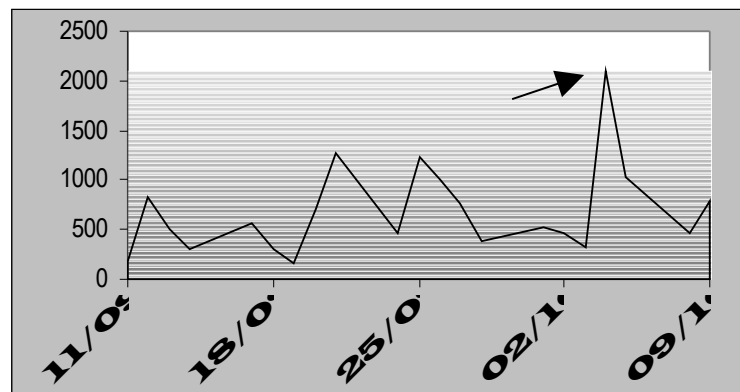
- L'impact des attentats du 11 septembre a été indéniable sur le cours. Le 11 septembre, le titre a cédé 11,9% dans un marché en baisse de 7,39%. Selon les propos du porte-parole de la société, rapportés par « les échos » du 5 Octobre 2001, « Dans un environnement économique très incertain, Rhodia subit aujourd'hui, comme les autres groupes chimiques, l'accélération de la baisse de la demande depuis le 11 septembre et l'amplification de la volatilité du prix du pétrole », et d'ajouter, « La visibilité sur 2001 est désormais très réduite, surtout au quatrième trimestre ». Par contre, le fait que le chimiste n'ait pas voulu établir de prévisions pour 2001 ou 2002, après les attentats a troublé les analystes. Selon les propos d'un analyste, « On ne dispose désormais d'aucune visibilité sur Rhodia », en conséquence le

titre a été dégradé par beaucoup de cabinets d'analyse, ce qui a précipité sa chute avant même l'annonce du profit warning.

- Le deuxième fait a été l'explosion de l'usine AZF de Toulouse qui a plongé les valeurs du secteur de la chimie dans le rouge. Pour éviter que la psychose ne s'étende, l'usine Rhodia implanté à la Madeleine à Lille a été amenée à arrêter ses activités par anticipation, ce qui n'a pas évité d'impacter le cours de bourse. L'action est passé de 7,96 € à 6,2 € soit une baisse de 22% en quatre jours.
- Les différents profit warnings émis par les société du secteurs, telle que l'allemand BASF ont également précipité la baisse du cours, les cabinets d'analyse ayant revu à la baisse leurs recommandations sur l'ensemble du secteur. C'est le cas par exemple de Lehman Brothers, qui est passé d'« achat » à « performance en ligne », afin de tenir compte des conséquences des attentats du 11 septembre.

Au final, le titre aura cédé plus de 40% entre les attentats du 11 septembre et le jour de son profit warning le 4 Octobre. La seule preuve de cet avertissement aura été la hausse traditionnelle de volume qui entoure un titre le jour de ses publication.

Graphique – Evolution du volume de transactions à la bourse de Paris sur le titre Rhodia du 11/09/01 au 09/10/01



Source : Datastream

Comme dans les cas précédents, on note une forte activité sur les marchés autour de Rhodia, le jour de son profit warning. Le 4 octobre, 2,1 millions d'actions ont été traités contre une moyenne de 613 milles titres échangés les quinze jour précédents l'événement.

Toutefois, l'étude économétrique à suivre nous permettra de confirmer ou d'infirmer les hypothèses faites ci-dessus.

2.3 ECONOMÉTRIE : IMPACT DES PROFITS WARNINGS SUR LES SOCIÉTÉS DU SBF 120 DE 1999 À 2002

Avant de mener l'étude de l'impact des profit warnings sur le cours des actions du SBF 120 de 2001 à 2002, nous allons présenter l'étude en indiquant les objectifs propres à ces travaux, la théorie sous-jacente et la méthodologie.

2.3.1 PRÉSENTATION DU SUJET D'ETUDE

2.3.1.1 Objectif

L'objectif de notre étude est d'essayer de distinguer les différents impacts des profit warning sur le cours des actions. D'une part, il peut y avoir impact ou non sur le cours si le profit warning est anticipé ou non. D'autre part, si le profit warning est non anticipé, la nature et les caractéristiques de l'impact peuvent être différentes. On distinguera ainsi au sein de notre échantillon les profit warnings qui ont eu pour conséquence un impact fort ou un impact faible. En outre, on tentera de déterminer quels sont les causes de ces profit warnings (une perte sur résultat exceptionnel ou sur résultat courant, une perte de confiance du marché....) Ainsi, on essaiera d'indiquer dans un premier temps la liste des profit warnings anticipés et ceux non anticipés en y indiquant l'impact sur le cours, et dans un deuxième temps, de dresser une typologie des profit warnings selon leurs causes et leur conséquences sur le cours.

L'étude des rentabilités anormales permet de mettre en évidence la réaction du marché à l'annonce de l'événement.

- Lorsque l'événement a été entièrement anticipé, le marché ne réagit pas à l'annonce. Cela signifie que la rentabilité anormale n'est pas significative. Il n'y a donc pas de différence entre la rentabilité théorique calculée et la rentabilité réelle constatée.

- Si l'événement n'a pas été anticipé, le marché doit réagir instantanément à l'annonce. Si les marchés sont efficients selon la forme semi-forte, on doit alors observer une forte rentabilité anormale le jour du profit warning. Toutefois, au sein des profit warnings non anticipés, on peut distinguer des impacts plus ou moins importants ; l'impact peut être très significatif ou peu significatif.

On va donc chercher tout d'abord à déterminer quels sont les profit warnings qui ont été anticipés et ceux qui ne l'ont pas été. Puis, on tentera de distinguer au sein même des profit

warnings non anticipés, ceux qui ont eu un impact très significatif et ceux qui ont eu un moindre impact. Enfin, on essayera d'indiquer les explications pour chacun des profit warnings afin de les causes des profit warnings non anticipés selon la nature de leur impact.

2.3.1.2 Théorie et analyse empirique

A – La théorie sous-jacente

La méthodologie des études d'évènements s'appuie sur la forme semi-forte de la théorie de l'efficience qui stipule que l'ensemble des informations disponibles concernant un actif financier est intégré dans le prix de ce titre à l'instant même où ces informations sont rendues publiques²⁹. La problématique de la vérification de la forme semi-forte de l'efficience réside dans la mesure de la vitesse d'ajustement des cours à une nouvelle information. En effet, pour que les marchés soient réputés efficients au sens de la forme semi-forte, il est nécessaire que l'ajustement soit immédiat, ce qui signifie que la vitesse d'ajustement soit infinie.

La mesure de la vitesse de réaction du marché à une information donnée peut donc être interprétée comme une mesure quantitative de l'efficience. Plus la vitesse de réaction est importante, plus le degré d'efficience du marché est élevé. Le problème reste cependant la possibilité de mesurer réellement cette vitesse. Afin de mesurer la réaction des marchés à l'annonce d'un événement spécifique lié à un titre ou à un actif particulier et implicitement de tester la forme semi-forte de l'efficience des marchés financiers, on met en oeuvre des tests connus sous le nom d'études d'évènements (event studies).

La forme semi-forte de la théorie de l'efficience des marchés financiers fait l'objet de nombreux tests, directs et indirects, parmi eux les études d'évènement. En effet, tout test consistant à mesurer la réaction des marchés financiers à une information non anticipée revient à tester indirectement la forme semi-forte. Il suffit alors d'observer la vitesse d'ajustement des cours à cette nouvelle information : lorsque l'ajustement est instantané, l'évènement a un impact significatif et la forme semi-forte peut être acceptée. L'acceptation ou non de la forme semi-forte de l'efficience des marchés apparaît donc comme une conclusion secondaire à notre étude.

B – Les études économétriques

²⁹ Selon la forme semi-forte de la théorie de l'efficience, il n'existe donc aucun décalage temporel entre le moment où l'information est dévoilée et le moment où celle-ci est intégrée dans les cours.

Les tests impliquant la forme semi-forte de la théorie de l'efficacité sont abondants. Les événements testés sont très nombreux. Il faut savoir que la grande majorité des tests a été réalisée sur le marché des actions. Ces tests concernent un grand nombre d'études d'événements qu'il est impossible de recenser ici. Toutefois, on peut les classer en grandes « familles », dont nous indiquerons les résultats.

- Les divisions d'actions : On peut conclure de l'ensemble des études portant sur le sujet que la division d'actions apparaît bien comme un événement apportant une information au marché financier, dans la mesure où celui-ci réagit positivement à son annonce. De plus, la réaction positive est bien centrée sur la date d'annonce, ce qui laisse penser que la vitesse de réaction du marché est suffisante pour pouvoir considérer celui-ci comme efficient.
- Les résultats et les dividendes : A priori, l'annonce d'un résultat en hausse ou d'une augmentation des dividendes versés est un élément positif qui doit provoquer une hausse des cours et des actions des firmes concernées. Dans la pratique, d'après les études menées, on parvient aux résultats suivants ; d'une part, les investisseurs anticipent convenablement les variations de résultat ou de dividendes et ajustent le prix des titres à cette nouvelle information, et d'autre part, dans le cas où cette information n'est pas anticipée, le marché ajuste les prix dans un délai de deux jours, délai considéré comme acceptable pour admettre l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers.
- Les offres publiques d'achat ou d'échange : En ce qui concerne ces événements, le marché réagit d'une manière suffisamment rapide pour qu'il soit possible de valider la forme semi-forte de la théorie de l'efficacité des marchés financiers.
- La négociation des blocs d'actions : D'après les études de L. Dann, D. Mayers et R. Raab (1977) concernant les annonces de négociations de blocs, le marché est efficient en sa forme semi-forte.

A notre connaissance, aucune étude économétrique concernant les profit warnings n'a été menée sur le marché français des actions. Il nous paraît donc intéressant d'étudier l'impact des avertissements sur résultats sur le cours des sociétés du SBF 120.

2.3.1.3 Méthodologie et Données

A - Les données

Afin de déterminer l'impact d'un profit warning sur le cours des différentes actions en étude, nous utilisons :

- les données des actions du SBF 120 de 2001 à 2002
- l'indice de marché du SBF 120
- le bêta de chaque action
- la valeur de l'OAT 10 ans

En effet, nous utilisons toutes ces données afin d'établir d'une part les rentabilités des actions du SBF 120 de 2001 à 2002 et de construire d'autre part le modèle d'évaluation des actifs financiers (Médaf).

➤ les données des actions du SBF 120 de 2001 à 2002

-Sources : - *Datastream*³⁰. On a pris les cours de clôture journaliers des actions des sociétés du SBF 120 du 01/12/00 au 30/06/02 exprimé en EUR. Chaque cours est représenté sur cette base de donnée par un code spécifique. Par exemple, le code du cours d'ALCATEL est CGE.

- *JCF Quant*¹. On a pris les dates exactes des profit warning des sociétés du SBF 120 du 01/01/01 au 30/06/02. Cette source permet d'identifier directement la date d'événement. En effet, si l'événement est souvent facile à repérer, l'identification de la date exacte de sa réalisation n'est pas toujours évidente. Théoriquement, on prend comme date d'événement celle à laquelle l'information concernant celui-ci est rendue publique. En pratique, on assimile cette date à celle de la première annonce émanant d'une source publique d'information (journaux, revues spécialisée...). Par mesure de prudence, on a comparé les dates données par JCF Quant avec celles données dans la presse, notamment les Echos et la Tribune. On trouve des données conformes.

³⁰ *Datastream* et *JCF Quant* sont des bases de données financières.

Nous avons choisi les profit warnings des sociétés du SBF 120 plutôt que ceux des firmes du CAC 40 dans un souci de travailler sur un échantillon plus conséquent et plus représentatif des différents secteurs d'activités des entreprises .

-Utilisation : Les données sur les cours nous permettent d'établir les rentabilités. Les données sur lesquelles porteront notre étude sont les sociétés du SBF 120 ayant fait un Profit Warning depuis le début de l'année 2001 jusqu'au 30 juin 2002. Dans le cadre de notre étude, nous considérerons uniquement **le dernier Profit Warning** pour les sociétés ayant fait plus d'un avertissement au cours de l'année. Nous travaillerons sur des données quotidiennes, c'est-à-dire les cours de clôture au jour le jour des sociétés du SBF 120 concernées par notre étude.

➤ ***l'indice de marché du SBF 120***

-Source : *Datastream*. On a pris la valeur journalière de l'indice SBF 120 du 01/12/00 au 30/06/02 exprimé en nombre de points. Le code de l'indice est FSBF120.

-Utilisation : L'indice du SBF 120 nous permet d'établir la rentabilité du marché. Dans le cadre de notre étude, l'indice SBF 120 est considéré comme représentant le marché. Cette rentabilité, via le Médaf, intervient dans le calcul de la rentabilité estimée de chaque action.

Nous avons choisi de faire notre étude sur les sociétés du SBF 120 car cet indice regroupe l'essentiel des secteurs d'activité tels que le luxe, les télécommunications, les banques et assurances, l'agroalimentaire, la chimie, la pharmacie...De plus, l'indice SBF 120 nous permet de travailler sur des firmes dont la capitalisation boursière est plus ou moins grande.

➤ ***le bêta de chaque action***

- Source : *Bloomberg*³¹. On a pris la valeur³² du bêta de chaque action. Cette source permet d'obtenir un récapitulatif fiable (cette source est utilisée par la majorité des analystes financiers) et précis des bêtas. Le bêta de chaque cours est représenté sur cette base de donnée par un code spécifique. Par exemple, le code du bêta d'ALCATEL est CGE FP EQUITY BÊTA.

- Utilisation : Le coefficient bêta mesure la sensibilité de l'action aux fluctuations du marché. Il entre dans le calcul du Médaf étant donné qu'il permet de déterminer la prime de risque liée à chaque action.

➤ ***la valeur de l'OAT 10 ans***

-Source : *La Tribune*. On a pris la valeur de l'OAT 10 ans exprimé en pourcentage. Ce journal publie quotidiennement la valeur de l'OAT 10 ans.

-Utilisation : L'OAT 10 ans est considérée par le théorie et par les cabinets d'analyse, comme le taux d'intérêt sans risque . L'OAT 10 ans intervient donc dans le calcul de la rentabilité estimée de chaque action à travers la formule du Médaf.

B - La méthodologie adoptée

L'étude de l'impact des profit warning sur le cours des actions va s'articuler autour de plusieurs étapes, constitutives d'une étude d'évènement. Il faut noter auparavant que nous allons étudier l'impact de chaque profit warning sur le titre correspondant et non pas l'impact d'un évènement sur l'ensemble des titres, qui ne serait alors qu'une étude sur la corrélation entre les titres.

- ***La première étape*** de toute étude d'évènement est ***l'identification de la date d'évènement***. Dans le cadre de notre étude, la date d'évènement sera représentée par la date d'annonce effective du profit warning par les responsables de la communication financière de la société.

On prendra dans un premier temps la date exacte du profit warning pour le calcul de la rentabilité anormale. Puis afin de distinguer les différents impacts des profit warnings (d'une

³¹ Bloomberg est un écran de flux d'informations financières.

³² Cet indicateur est supposé stable dans le temps, au moins pour une firme qui ne modifie pas significativement son portefeuille d'activités.

part les profit warning ont peut-être été anticipé et d'autre part, ceux pour lesquels la réaction des opérateurs n'est pas instantanée mais s'étalée sur le temps, le lendemain..), on choisit comme période d'événement plusieurs fenêtres autour de la première annonce d'événement. En général, il faut construire un laps de temps de trois à quatre jours situé autour de la date exacte de publication de l'événement .

- **La seconde étape** consiste à calculer **les rentabilités observées** R_i de chaque valeur pour une période de trente jours ouvrés autour de la date d'événement selon la formule

$$R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Avec - R_i est la rentabilité observée du titre i sur la période t ³³ ,
- P_t est le prix du titre en t ,
- P_{t-1} est le prix du titre en $t-1$

- **La troisième étape** consiste à calculer **les rentabilités attendues, « normales » ou théoriques** K_i de l'actif financier étudié pendant le période de test. Le mode de détermination de cette rentabilité est variable.

Elle peut être fondée sur plusieurs techniques, exposées par P. Gillet (1998). Bien qu'il y ait absence de consensus sur le choix de la norme, les principales études d'événement propres aux actions sont réalisées à partir de méthodologies fondés sur le Médaf ou sur le modèle de marché. Nous construisons ici la rentabilité théorique du titre à partir du Médaf. On les obtient par application du Médaf la norme (c'est à dire la rentabilité théorique) suivante :

$$K_{i,t} = R_f + \beta_i (R_{m,t} - R_f)$$

Avec - K_i représente la rentabilité attendue du titre i ,
- R_f représente la rentabilité sans risque, qui est représenté par le taux de l'OAT 10 ans
- R_m est la rentabilité du marché, qui est calculée à partir de l'indice SBF 120
- β_i est le coefficient de régression entre la rentabilité du titre et celle de marché.

Le bêta, coefficient de régression, est mesuré de la manière suivante, avec σ_m^2 la variance de la rentabilité du marché et $cov(R_i, R_m)$ la covariance entre la rentabilité du titre et celle du marché.

³³ Ici, les données étant quotidiennes, le temps t sera représenté par une journée de cotation.

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{\sigma_m^2}$$

- **La quatrième étape** consiste à calculer la différence entre la rentabilité attendue et la rentabilité observée et à estimer si la différence est significative ou non. Cette étape est donc essentielle puisqu'elle permet de déterminer si l'actif étudié connaît ou non des rentabilités anormales³⁴.

On définit la rentabilité anormale comme la différence entre la rentabilité théorique et la rentabilité observée. L'étude des rentabilités anormales permet de mettre en évidence la réaction du marché à l'annonce de l'événement.

- Lorsque l'événement a été entièrement anticipé, le marché ne réagit pas à l'annonce. Il n'y a donc pas de différence entre la rentabilité théorique calculée et la rentabilité réelle constatée. La rentabilité anormale n'est pas significative.

- Si l'événement n'a pas été anticipé, le marché doit réagir instantanément à l'annonce. Il est donc nécessaire de réaliser les tests statistiques de Student et de Fischer, qui permettent de vérifier ou non la réalité de l'existence de rentabilités anormales par rapport aux rentabilités théoriques.

On teste donc l'hypothèse nulle de non significativité de la rentabilité anormale contre l'hypothèse alternative de significativité de la rentabilité normale.

$$\mathbf{H0 : E(RA_{it}) = 0}$$

$$\mathbf{H1 : E(RA_{it}) > 0}$$

Le test tient compte de la dépendance des rentabilités des différents titres³⁵. Il est fondé sur la statistique suivante :

Avec :

$$T_{1t} = \frac{RA_{it}}{\sigma_{RA_{it}}}$$

³⁴ Le terme théorique consacré est celui de « rendement anormal ». Cependant, si l'on considère que le rendement correspond au rapport dividendes/cours, il semble préférable de parler de rentabilité anormale, qui intègre la notion de plus-value.

³⁵ On fait cette hypothèse étant que la rentabilité du marché comprend la rentabilité de tous les titres y compris celui qui subit l'événement.

$$\sigma_{RA_{it}} = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{t=1}^N (RA_{it} - \overline{RA})^2}$$

Sous l'hypothèse de normalité des rentabilités anormales moyennes, la statistique T_2 suit une loi de Student à $N-1$ degrés de liberté.

Après avoir obtenu cette statistique, on la compare à sa valeur critique.

- Si la statistique est supérieure à sa valeur critique, on rejette H_0 . Le rentabilité anormale est significative. En effet, si l'avertissement sur résultat n'a pas été anticipé, le marché doit réagir instantanément à l'annonce. Si les marchés sont efficients selon la forme semi-forte, on doit alors observer une forte rentabilité anormale le jour de l'évènement.

- Si la statistique est inférieure à sa valeur critique, on accepte H_0 . Le rentabilité anormale n'est pas significative. Il n'y a donc pas de différence entre la rentabilité théorique calculée et la rentabilité réelle constatée. On peut conclure que lorsque le profit warning a été entièrement anticipé, le marché ne réagit pas à l'annonce.

On va donc étudier les rentabilités anormales de chaque profit warning afin de déterminer son impact sur le cours de l'action.

2.3.2 ETUDE DES SÉRIES

Pour étudier l'impact des profit warnings des firmes appartenant au SBF 120 de 2001 à 2002, on met en œuvre les différentes étapes.

2.3.2.1 Calcul des rentabilités : observées, attendues et anormales

On calcule tout d'abord les rentabilités observées de tous les cours considérés pour une période de -20 jours à $+20$ jours autour de chaque date d'évènement, soit une durée de 42 jours.

□ **Calcul des rentabilités observées**

La première étape de l'étude consiste à calculer les rentabilités observées aussi bien sur l'indice de référence $R_{m,t}$ que sur chaque action $R_{i,t}$. Le calcul a été fait selon la formule ($R_i = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$) explicitée ci-dessus. Il est vrai que la rentabilité théorique apparaît aisée à calculer. Mais la méthodologie du Médaf connaît quelques limites indiquées dans la conclusion de l'étude.

Puis, on calcule les rentabilités attendues de tous les titres considérés pour une période de -20 jours à +20 jours autour de la date de chaque profit warning.

□ **Calcul des rentabilités théoriques**

La deuxième étape de l'étude consiste en effet à calculer les rentabilités théoriques $K_{i,t}$ de chaque titre, par le Médaf, en considérant les rentabilités de marché $R_{m,t}$, le taux sans risque R_f (OAT 10 ans) et le bêta β_i de chaque action.

Enfin, on en déduit les rentabilités anormales $RA_{i,t}$ de chaque action. Elles sont calculées par différence entre les rentabilités observées $R_{i,t}$ et les rentabilités théoriques $K_{i,t}$.

A la date exacte de chaque profit warning, on a donc calculé la rentabilité observée, la rentabilité théorique et la rentabilité anormale correspondante. On obtient les rentabilités suivantes pour chaque date d'événement (cf. Annexe n°2 pour le tableau complet):

Sociétés	Date du Profit Warning	Ri	Ki	RA
Alcatel	26/06/02	-0,165	-0,039	0,126
Business Objects Sa	17/04/02	-0,018	-0,020	-0,002
Carbone Lorraine	05/02/02	0,008	-0,016	-0,024
Eurotunnel	11/02/02	-0,039	0,014	0,053
Galeries Lafayette	24/01/02	-0,069	0,013	0,082

A présent, on va déterminer la t-statistique de chaque titre correspondant à chaque date de profit warning.

□ **Calcul des t-statistiques**

Pour déterminer la t-statistique, il faut au préalable faire le calcul de l'écart-type.

-Calcul de l'écart-type $\sigma_{RA_{i,t}}$: Nous utiliserons les cours de bourse sur trente jours ouvrés autour de la date d'événement pour calculer l'écart-type de chaque titre³⁶. On utilise cette période assez restreinte afin de ne pas y intégrer d'autres événements afin de ne pas biaiser le bêta.

Le test de significativité de la rentabilité anormale et par conséquent du profit warning est fondé sur la statistique suivante ($T_{i,t} = RA_{i,t} / \sigma_{RA_{i,t}}$). Les rentabilités anormales, les écart-types et les t-statistiques, ainsi calculées sont regroupées sous forme de tableau (le détail du tableau est contenu dans l'Annexe n°3):

Société	Ra	Ecart-type	T-stat
Alcatel	0,126	0,045	2,798
Business Objects Sa	-0,002	0,032	-0,048
Carbone Lorraine	-0,024	0,023	-1,017
Eurotunnel	0,053	0,020	2,684
Galeries Lafayette	0,082	0,025	3,252

Sous l'hypothèse de normalité des rentabilités anormales moyennes, la T-statistique suit une loi de Student à N-1 degré de liberté.

2.3.2.2 Test de significativité

On fait donc le test de significativité de la rentabilité anormale avec l'hypothèse nulle de non significativité de la rentabilité anormale ($H_0 : E(RA_{it}) = 0$) contre l'hypothèse alternative de significativité de la rentabilité anormale ($H_1 : E(RA_{it}) > 0$). On va ainsi comparer toutes les t-statistiques obtenues avec la valeur critique lue dans la table de Student (1,96).

³⁶ Exception faite du cas Alcatel qui a émis son Profit Warning le 26 juin 2002 alors que les données dont nous disposons prennent fin au 30 juin 2002.

- Si la t-statistique est supérieure à la valeur critique, on rejette H_0 : la rentabilité anormale est significative. Cela signifie que le profit warning a eu un impact significatif sur le cours de l'action.
- Si la t-statistique est inférieure à la valeur critique, on accepte H_0 : la rentabilité anormale n'est pas significative. Cela signifie que le profit warning n'a pas eu d'impact significatif sur le cours de l'action. Ce résultat indique alors :
 - Soit le profit warning a été anticipé par le marché (auquel cas le cours de l'action a déjà intégré cette baisse)
 - Soit que le profit warning a un impact peu significatif :

Nous obtenons les résultats suivants (le tableau complet est contenu dans l'Annexe n°4)

Sociétés	T-stat	Conclusion	Nature de l'impact	Variation action	Variation marché	Var.relative au marché
Alcatel	2,798	Rejet H_0	Significatif	-16,47%	-1,84%	-14,63%
Objects Sa	-0,048	Non rejet H_0	Non significatif	-1,85%	-0,02%	-1,83%
Carbone Lorraine	-1,017	Non rejet H_0	Non significatif	0,77%	-1,91%	2,68%
Eurotunnel	2,684	Rejet H_0	Significatif	-3,92%	1,18%	-5,10%
Galerias Lafayette	3,252	Rejet H_0	Significatif	-6,90%	1,15%	-8,05%

Pour rendre compte de ces conclusions, nous nous référons aux explications de chaque profit warning. En effet, après une recherche sur les communiqués de presse des profit warning, nous pouvons donner la ou les explications de chaque profit warning (cf. Annexe n°5 sur les explications des avertissements sur résultat). Les résultats obtenus sont indiqués sur la page suivante.

Tableau: causes et impacts des profit warnings des sociétés du SBF 120 de 2001 à 2002

Sociétés	Secteur d'activité		T-stat	Conclusion	Nature de l'impact	Causes du Profit Warning
Alcatel	Technologie	Télécommunication	2,798	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex
Business Objects Sa	Technologie	Télécommunication	-0,048	Non rejet Ho	Non significatif	Révision à la baisse du résultat
Carbone Lorraine			-1,017	Non rejet Ho	Non significatif	ns.
Eurotunnel	Services	Transmanche	2,684	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex
Galeries Lafayette	Services	Distribution spécialisée	3,252	Rejet Ho	Significatif	Perte de confiance
Nexans	Industrie	Télécommunication	1,456	Non rejet Ho	Non significatif	Révision à la baisse du résultat
Pinault Printemps Redoute	Services	Distribution spécialisée	4,664	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex (baisse du CA)
Renault	Industrie	Automobile	3,596	Rejet Ho	Significatif	ns.
Rexel	Services	Distribution spécialisée	3,010	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex (baisse du CA)
Rhodia	Industrie	Chimie	0,743	Non rejet Ho	Non significatif	Perte sur résultat exceptionnel
Schneider Electric	Industrie	Construction électrique	2,189	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex (Provision pour R/C)
Scor	Services	Assurance	3,858	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex (Provision pour R/C)
Stmicroelectronics	Technologie	Electronique	-1,357	Non rejet Ho	Non significatif	Confiance du marché
Total Fina Elf	Industrie	Energie	-0,336	Non rejet Ho	Non significatif	Anticipé
Accor	Services	Tourisme/Hôtellerie	0,548	Non rejet Ho	Non significatif	Anticipé (11 septembre)
Alcatel	Technologie	Télécommunication	2,181	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex
Alstom	Industrie	Biens d'équipement	4,306	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex (baisse du CA)
Arcelor	Industrie	Sidérurgie	3,769	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex
Axa	Services	Assurance	2,648	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex (Provision pour R/C)
Business Objects Sa	Technologie	Télécommunication	0,810	Non rejet Ho	Non significatif	Anticipé
Cap Gemini	Technologie	SSII	0,232	Non rejet Ho	Non significatif	Confiance du marché
Club Mediterranee	Services	Tourisme/Hôtellerie	0,320	Non rejet Ho	Non significatif	Anticipé
Coface	Services	Assurance	4,494	Rejet Ho	Significatif	ns.
Dassault Systemes	Technologie	Editeur de logiciels	0,912	Non rejet Ho	Non significatif	Anticipé (mauvaise santé de la société)
Elior	Services	Restauration	4,546	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex
Faurecia	Industrie	Equipementier auto	3,560	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex
Gemplus International	Technologie	Electronique	2,657	Rejet Ho	Significatif	Perte de confiance
Grandvision	Services	Distribution spécialisée	1,686	Non rejet Ho	Non significatif	Perte sur résultat exceptionnel
Havas Sa	Communication	Publicité	2,394	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex
Imerys	Industrie	Matériaux	2,572	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex
Lvmh	Industrie	Luxe	-0,972	Non rejet Ho	Non significatif	Anticipé (11 septembre)
Michelin	Industrie	Pneumatiques	1,623	Non rejet Ho	Non significatif	Perte sur résultat exceptionnel
Nexans	Industrie	Câble opérateur	1,112	Non rejet Ho	Non significatif	Perte sur résultat exceptionnel
Nrj Group	Communication	Média	4,840	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex (baisse du CA)
Oberthur Card Systems	Technologie	Electronique	4,255	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex (baisse du CA)
Pechiney*	Industrie	Aluminium	2,009	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex
Remy Cointreau	Industrie	Agroalimentaire	3,693	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex
Renault	Industrie	Automobile	1,927	Non rejet Ho	Non significatif	Confiance du marché
Rhodia	Industrie	Chimie	0,034	Non rejet Ho	Non significatif	Anticipé
Sagem Sa	Technologie	Télécommunication	1,457	Non rejet Ho	Non significatif	Anticipé
Saint Gobain	Industrie	Matériaux de construction	3,192	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex
Sodexo Alliance	Services	Restauration	3,887	Rejet Ho	Significatif	perte de confiance
Spir Communication	Communication	Presse	1,204	Non rejet Ho	Non significatif	ns.
Stmicroelectronics	Technologie	Electronique	-0,186	Non rejet Ho	Non significatif	Révision à la baisse du résultat
Vivendi Environnement	Services	Utilities	4,075	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex
Vivendi Universal	Services	Média	2,565	Rejet Ho	Significatif	Perte sur Rex

NOTES :

Perte sur Rex : cela signifie que la société a subi une baisse de son résultat opérationnel ou d'exploitation.

Révision à la baisse du résultat : indique une légère révision à la baisse du résultat par rapport aux prévisions des analystes

n.s : désigne les sociétés pour lesquelles nous ne détenons pas d'explication.

Pechiney* : L'étude économétrique révèle un impact significatif du profit warning. Cependant, il faut noter que le cours s'est apprécié de 3,05% le jour du profit warning dans un marché baissier de 0,69%, le marché apprécie les perspectives de réduction des coûts,

2.3.2.3 Résultats

L'étude nous permet de distinguer plusieurs causes selon la nature de l'impact du profit warning. Ainsi, lorsque l'avertissement sur résultat a un impact significatif sur le cours, celui-ci a été provoqué :

- Par une perte sur Résultat d'exploitation
- Par une perte de confiance (qui peut être due à un avertissement tardif)

On remarque que pour un profit warning ayant un impact non significatif sur le cours de l'action, il peut avoir deux « éventails » d'explications selon que l'avertissement sur résultat soit anticipé ou non anticipé.

- En effet, lorsque le profit warning a un impact non significatif, mais que celui-ci est non anticipé, alors on est en présence d'un avertissement sur résultat qui porte sur le résultat exceptionnel. La société bénéficie donc de la clémence du marché qui reste confiant quant à la reprise de ses activités.
- Le deuxième cas concerne les avertissements sur résultats anticipés par le marché. Dans cette situation, le jour de l'annonce officielle du profit warning, on n'enregistre pas d'impact significatif sur le cours. La baisse du cours qui suit l'annonce ayant déjà été répercutée dans la valeur de l'action dès l'apparition des rumeurs d'avertissement sur le marché.

Il apparaît ainsi une explication en fonction de la nature de chaque profit warning.

2.3.3 CONCLUSIONS DE L'ÉTUDE

2.3.3.1 Tableau récapitulatif

Afin de mieux cerner l'importance de l'impact de chaque profit warning, voici l'explication que l'on peut apporter à chaque cause.

- La perte sur Rex peut être due à une baisse du chiffre d'affaire ou à une dépréciation pour provision pour risque de change.

- La perte de confiance du marché peut être due à une annonce tardive du profit warning ou tout simplement au fait que le marché reste sceptique quant à la reprise de l'activité de l'entreprise. C'est une sanction que l'on observe également fréquemment lorsque l'entreprise a fait plusieurs profit warnings d'affilée. La mise en cause de l'équipe dirigeante pour mauvaise gestion peut également entraîner une perte de confiance de la communauté financière. Pour éviter de telles situations, on assiste généralement à des changements au niveau des équipes dirigeantes ; le but étant de rassurer le marché.

- Lorsqu'une entreprise annonce une perte et qu'elle est due au résultat exceptionnel, elle bénéficie souvent de la clémence du marché à condition qu'elle arrive à convaincre le marché qu'il ne s'agit que d'une situation précaire. Le marché pourra ainsi comprendre sans trop de difficultés qu'une entreprise dont l'une des usines a disparue dans un incendie accidentel présente des résultats en deçà des objectifs fixés au préalable.

- Plusieurs raisons expliquent que certains avertissements peuvent être anticipé par le marché :
 - l'évolution de la conjoncture dans un secteur donné peut permettre aux opérateurs des marchés financiers, notamment aux analystes financiers d'anticiper une baisse des résultats sur le secteur. Par exemple, après les attentats du 11 septembre les analystes ont anticipé que certains secteurs de l'économie seraient plus touchés que d'autres. C'est le cas par exemple des secteurs de l'hôtellerie, de la chimie, du tourisme...
 - les avertissements successifs émis par des entreprises du même secteur peuvent entraîner une « méfiance » légitime vis à vis d'une autre entreprise de ce secteur même si celle-ci ne présente à priori aucun signe qu'elle ne respectera pas ses engagements en terme de résultats.
 - la baisse de l'activité, voire la défaillance d'un client ou d'un fournisseur principal (ou très important) d'une société permettent d'anticiper des difficultés financières à venir pour la société suivie.

TABLEAU- TYPOLOGIE DES IMPACTS SELON LA NATURE ET LA CAUSE DES AVERTISSEMENTS.

On peut donc conclure que sur les 46 profit warnings étudiés, 26 ont eu un impact significatif. Ces 26 avertissements n'ont donc pas été anticipés par le marché. Dans ce cas, le marché sanctionne une perte sur résultat d'exploitation ou juge l'annonce trop tardive. On enregistre

<i>Nature du profit warning</i>	<i>Nature de l'impact</i>	<i>Causes du profit warning</i>
Profit warning non anticipé	Impact significatif	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Perte sur Rex : <ul style="list-style-type: none"> - baisse du chiffre d'affaire - hausse des dépréciations pour risque et charge ➤ Perte de confiance du marché : <ul style="list-style-type: none"> - avertissement tardif - mauvaise gestion du management de l'entreprise
Profit warning non anticipé	Impact peu significatif	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Perte sur résultat exceptionnel : <ul style="list-style-type: none"> - client en faillite (créance devenue irrécouvrable) - pénalités, amendes fiscales ➤ Confiance du marché sur la reprise de l'entreprise <ul style="list-style-type: none"> - entreprise réalisant rarement un profit warning
Profit warning anticipé	Impact non significatif	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Suite à un événement : <ul style="list-style-type: none"> - spécifique à la firme (ex : explosion d'une usine) - spécifique au secteur (éclatement de la bulle TMT) - relatif à l'économie en générale (11 septembre)

alors une baisse significative du cours de l'action le jour de l'annonce.

En revanche, pour les 20 profit warnings restants qui ont eu un impact non significatif, il faut distinguer deux cas. Parmi eux, 8 ont été anticipés par le marché, ce qui explique que le marché ne réagit pas fortement le jour de l'annonce. En ce qui concerne les 12 restants, les communiqués de presse nous révèlent qu'ils n'ont pas été anticipés. Les causes principales de ces avertissements sont en général soit sur une perte du résultat exceptionnel, soit une « légère » révision à la baisse du résultat par rapport au consensus de marché. On n'enregistre alors pas de réaction violente sur le titre.

2.3.3.2 Les critiques

Cependant, les résultats obtenus dépendent de la méthodologie adoptée. En effet, la méthodologie utilisée, celle du Médaf, connaît quelques limites.

- Tout d'abord, le choix de la période de mesure du coefficient bêta est délicat. Il est nécessaire que l'événement étudié ne perturbe pas le calcul du coefficient. Ainsi, la période de calcul du coefficient bêta est variable. Marshall et Blume (1975) ont montré que, si la période de calcul de bêta est trop large, le coefficient va tendre vers 1. En outre, plus la période de calcul est large, plus on risque d'y inclure des événements non récurrents et susceptibles d'affecter momentanément le cours du titre, donc de biaiser le calcul du bêta.
- Une seconde critique porte sur la spécificité du calcul du bêta. En effet, même si on admet la stabilité du bêta de manière générale, la valeur du bêta peut toutefois varier dans certains cas, en particulier si les caractéristiques de la firme changent de manière importante ou si le bêta a été calculé sur une période spécifique, trop éloignée de la fenêtre d'événement.

En outre, au-delà des limites indiquées, la méthodologie est critiquable à plusieurs égards :

- **La première critique** porte sur l'hypothèse initiale de stabilité des bêtas.

En effet, dans l'ensemble des tests d'événements classiques, les variations éventuelles de la volatilité autour de la date événement sont négligées, ce qui revient à faire l'hypothèse implicite de la stabilité de la volatilité³⁷ de l'actif durant la période du test. Cette hypothèse est importante. En effet, il est vraisemblable que la volatilité augmente lorsqu'un actif est confronté avec un événement non anticipé. La croissance de la volatilité augmente la prime de risque affectée au titre. Dans ces conditions, la rentabilité théorique devrait augmenter. Ne pas tenir compte de cette variation du risque revient généralement à surévaluer la rentabilité anormale constatée lors de l'étude d'événement.

C'est pourquoi certaines études d'événement ont tenu compte de cela en intégrant la variation de la volatilité de l'actif durant la période de test.

- **La deuxième critique** porte sur l'« hypothèse jointe » des marchés efficients

³⁷ Il faut rappeler que la volatilité, qui est mesuré par l'écart-type de la rentabilité de l'actif financier, est constitué par les variations moyennes de la rentabilité autour de sa moyenne.

En effet, cette hypothèse est au centre d'un cercle vicieux. D'une part, l'ensemble des travaux empiriques ayant pour objet de valider l'hypothèse d'efficience des marchés efficients, utilise la méthodologie du Médaf. D'autre part, les auteurs qui ont cherché à valider le Médaf, ont posé pour hypothèse l'efficience des marchés financiers. Ainsi, on utilise pour tester l'efficience des marchés financiers, un modèle, le Médaf, qui est basé lui-même sur l'hypothèse d'efficience des marchés financiers. Aussi, l'ensemble des tests vérifiant l'efficience des marchés financiers impliquent donc l'acceptation simultanée du Médaf et vice-versa. Donc, l'ensemble des tests cherchant à vérifier que les marchés sont efficients valident simultanément le Médaf, sans qu'aucune dissociation entre les deux tests ne puisse être réalisée.

2.3.3.3 Les perspectives de l'étude

Dans le cadre de cette étude, on s'est intéressé à l'impact des profit warnings sur le cours de chaque société ayant émis cet avertissement. Toutefois, d'autres approches auraient pu être abordés.

A – l'impact d'un profit warning sur les sociétés du secteur

L'étude économétrique aurait pu étudier les conséquences d'un avertissement sur tout un secteur économique. On peut par exemple étudier l'impact de l'avertissement de Alcatel sur l'ensemble du secteur des télécoms voire sur l'ensemble des valeurs de la nouvelles technologie. Intuitivement, les valeurs étant du même secteur, on peut penser que l'avertissement aura un impact sur tout le secteur. En réalité, la nature de l'impact d'un profit warning sur les autres sociétés peut dépendre de plusieurs facteurs :

- la taille de la société concernée et son importance dans le secteur d'activité : les profit warnings des sociétés les plus grandes auront plus facilement un impact important sur le secteur qu'un avertissement d'une entreprise plus petite.
- la nature de l'alerte : si l'alerte est due à une mauvaise gestion de l'entreprise concernée, elle aura généralement moins d'impact sur le secteur que si elle est due à une baisse de la demande sur tout le secteur. Dans ce cas, les analystes et les opérateurs de marchés anticipent les avertissements probables des autres valeurs du secteur.

B- L'impact d'un profit warning sur les sociétés d'un autre pays

L'évolution de la finance internationale a engendrée une forte interconnexion entre les différentes bourses internationales. Etudier l'impact du profit warning d'une société cotée sur une bourse étrangère, sur le marché national revient à étudier l'influence d'une bourse sur l'autre. L'observation faite sur les marchés permet de déterminer plusieurs situations.

- l'influence peut dépendre de l'importance de la place de cotation sur laquelle l'avertissement a été émis.
- L'influence peut dépendre de la taille et de l'importance de la société dans l'économie nationale.

CONCLUSION

Les profit warnings de sociétés cotées en Bourse se multiplient à travers le monde en touchant tous les secteurs d'activité de l'ancienne économie à la nouvelle économie. Ces alertes sur les résultats engendrent des conséquences variables sur les entreprises qui les publient. Pour mesurer ces impacts, l'étude des profit warnings s'établit sous l'hypothèse de l'efficience des

marchés financiers sous sa forme semi-forte : les cours reflètent à chaque instant la réaction des investisseurs aux informations disponibles. Par la mise en oeuvre des events studies, qui utilisent les cours d'équilibre pour mesurer la réaction d'un titre à un événement, on peut conclure si l'événement étudié a été anticipé ou non.

Afin de diminuer le nombre et l'impact des avertissements sur résultats, les entreprises adoptent une politique de communication financière plus élaborée. En France, les modalités de communication des avertissements sur les résultats ont été précisées en mars 2000 par le rapport Lepetit. Il propose plusieurs recommandations dans le but de diminuer le nombre de profit warnings à savoir ; clarifier les différences entre objectifs et prévisions, identifier les situations pouvant nécessiter une alerte aux résultats, améliorer l'information financière périodique et instaurer une période d'embargo avant la publication des résultats.

Malgré l'amélioration des outils de communication, l'impact et le nombre des profit warnings semblent toujours plus conséquents. Dans les faits, les avertissements sur résultat ont divers impacts. Lorsque le profit warning n'a pas été anticipé, on enregistre une baisse significative du cours de l'action. Dans ce cas, le marché sanctionne la perte sur résultat d'exploitation ou juge l'annonce trop tardive. Lorsque l'avertissement sur résultat a été anticipé, le marché ne réagit pas fortement le jour de l'annonce. Cependant, certains profit warnings ont un impact non significatif alors qu'il n'ont été anticipés pas le marché, les causes principales de ces avertissements sont en général soit sur une perte du résultat exceptionnel, soit une « légère » révision à la baisse du résultat par rapport au consensus de marché. On n'enregistre alors pas de réaction violente sur le titre.

BIBLIOGRAPHIE

- Alexandre H., 2000, « L'individu face au marché : investisseurs, spéculateurs et crises boursières » EMS Management & Sociétés.
- Cochrane J.H., 2001, « *Asset Pricing* », Princeton University Press.
- Dalbaarde J-M, 1999, « Actualisation et prix des actifs financiers », Encyclopédie des Marchés financiers.

- Ferrandier R., Koen V., 1994, « *Marchés de capitaux et technique financière* », Economica 3^{ème} édition.
- Fama E.F. « Efficient Capital Markets: a review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance* (25 (2), 1970), pp. 383-417.
- Fama E.F. « Efficient Capital Markets: II », *Journal of Finance* (46 (5), 1991), p. 1575-1618.
- Fama E., Fisher M., Roll R., 13 fév 1969, « The Adjustment of stock prices to new information », *International Economic Review*.
- Folus D., 1999, « Actions : modélisation, évaluation, gestion » *Encyclopédie des marchés financiers*, pp. 1-25. Economica.
- Gillet P., 1999, « L'efficience des marchés financiers », Paris, Economica.
- Grar A., 1999, « Etude d'événement », *Encyclopédie des marchés financiers*.
- Hamon J., 1999, « Efficience faible. Efficience forte », *Encyclopédie des marchés financiers*.
- Hamon J., Jacquillat B., 1992, « le marché français des actions – Etudes empiriques 1977-1991 », Paris, PUF
- Henry G. M., 1999, « Les marchés financiers », Armand Colin.
- Huang., B-N., Yang C-W, Hu J W-S, 2000, «Causality and cointegration of stock markets among the United States, Japan, and the South China Growth Triangle». *International Review of Financial Analysis*
- Jacquillat B., Solnik B, 2001, « *Marchés financiers et gestion de portefeuille* » Dunod, 4^{ème} édition, pp. 48-77, 150-167.
- Jensen M., « Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency », *Journal of Finance Economics* (6 (2/3), 1978), pp. 95-101.
- Kast R., Lapied A., « *Fondements microéconomiques de la théorie des marchés financiers* », Paris, Economica, 1992.
- La Baume (de) C. (1999) « l'évaluation des actions » *Banque & Marchés* N° 43, nov-dec 1999, pp. 49.
- Levasseur M., 1999, « Information comptable et marchés financiers » *Encyclopédie des marchés financiers*.
- Mignon V. « *Econométrie de la finance* » support de cours du DEA 104 de Finance de l'Université Paris 9 Dauphine.
- Mignon V.,1998, « *Marchés financiers et modélisation des rentabilités boursières* » Economica.

- Pène D., (mai 1974). « les modèles d'évaluation boursières », Banque et Marchés
- Pilverdier J., Hamet J., 2001, « le marché financier français » 4^{ème} édition, Economica .
- Roger P., « Théorie des marchés efficients et asymétrie de l'information : une revue de la littérature », Finance (9 (1), 1988), pp.57-98.
- Simon Y., Mannaï S., 1998 « Techniques Financières Internationales » Economica 6^{ème} édition.
- Spieser P., 2000, « Informations économiques et marchés financiers » Economica.
- Vernimmen P, 2000, « Finance d'entreprise », Dalloz 4^{ème} édition.

Sites Internet :

www.Boursorama.com

www.lesechos.fr

www.latribune.fr

www.comdirect.com

www.cob.fr

ANNEXES

Annexe N°1 : Règlement N° 98-07 Relatif à l'obligation d'information du public

Homologué par arrêté du 22 janvier 1999 paru au Journal officiel du 2 mars 1999

La Commission des opérations de bourse,

Vu la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 modifiée de modernisation des activités financières ; Vu la loi n° 96-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, notamment son article 30 ;

Vu l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 modifiée instituant une Commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse ;
 Décide :

Article 1^{er}

Les dispositions du présent règlement s'appliquent à l'ensemble des instruments financiers mentionnés à l'article 1 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 susvisée. Au sens du présent règlement :

- le terme "émetteur" désigne une personne morale ayant le statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne ou dont les instruments financiers sont supports d'un contrat à terme ou d'un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé ;
- le terme "personne" désigne une personne physique ou une personne morale.

Les dispositions du présent règlement sont également applicables aux dirigeants de l'émetteur ou de la personne morale concernés.

Article 2

L'information donnée au public doit être exacte, précise et sincère.

Article 3

Constitue, pour toute personne, une atteinte à la bonne information du public la communication d'une information inexacte, imprécise ou trompeuse.

Constitue également une atteinte à la bonne information du public sa diffusion faite sciemment.

Article 4

Tout émetteur doit, le plus tôt possible, porter à la connaissance du public tout fait important susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence significative :

- sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier,
- ou sur le cours du contrat à terme ou de l'instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé mentionnés à l'article 1er.

Toutefois, il peut prendre la responsabilité de décider de différer la publication d'une information de nature à porter atteinte à ses intérêts légitimes s'il est en mesure d'en assurer la confidentialité.

Article 5

Lorsqu'une personne a été amenée à faire état publiquement de ses intentions et que, par la suite, ces dernières ne sont plus conformes à sa déclaration initiale, elle est tenue de porter immédiatement à la connaissance du public ses nouvelles intentions.

Article 6

Toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, le plus tôt possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération.

Si la confidentialité est momentanément nécessaire à la réalisation de l'opération et si la personne mentionnée à l'alinéa précédent est en mesure de préserver cette confidentialité, elle peut prendre la responsabilité d'en différer la publication.

Article 7

Tout émetteur doit assurer en France de manière simultanée une information identique à celle qu'il donne à l'étranger dans le respect des dispositions de l'article 2.

Article 8

Toute information visée aux articles 4 à 7 doit être portée à la connaissance du public sous la forme d'un communiqué dont l'auteur s'assure de la diffusion effective et intégrale et que la Commission des opérations de bourse doit recevoir au plus tard au moment de sa publication.

Article 9

La commission peut demander aux émetteurs et aux personnes visés aux articles 4 à 7 la publication, dans les délais appropriés, les informations qu'elle juge utiles à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement du marché, et à défaut, procéder elle-même à la publication de ces informations.

Annexe n°2 : Tableau des rentabilités observées, théoriques et anormales.

Sociétés	Date du Profit Warning	Ri	Ki	RA
Alcatel	26/06/02	-0,165	-0,039	0,126
Business Objects Sa	17/04/02	-0,018	-0,020	-0,002
Carbone Lorraine	05/02/02	0,008	-0,016	-0,024
Eurotunnel	11/02/02	-0,039	0,014	0,053
Galerias Lafayette	24/01/02	-0,069	0,013	0,082
Nexans	13/02/02	-0,003	0,020	0,023

Pinault Printemps Redoute	17/01/02	-0,090	0,008	0,098
Renault	11/02/02	-0,029	0,047	0,076
Rexel	17/01/02	-0,055	0,012	0,067
Rhodia	29/01/02	-0,027	-0,012	0,015
Schneider Electric	23/01/02	-0,043	0,001	0,044
Scor	15/01/02	-0,131	0,008	0,139
Stmicroelectronics	23/01/02	-0,001	-0,021	-0,020
Total Fina Elf	22/05/02	-0,011	-0,014	-0,003
Accor	19/09/01	-0,047	-0,027	0,020
Alcatel	05/09/01	-0,115	-0,042	0,073
Alstom	06/11/01	-0,204	0,020	0,224
Arcelor	06/06/01	-0,111	-0,002	0,109
Axa	18/12/01	-0,063	-0,020	0,043
Business Objects Sa	25/06/01	-0,087	-0,051	0,036
Cap Gemini	13/12/01	-0,042	-0,035	0,007
Club Mediterranee	19/10/01	-0,037	-0,023	0,015
Coface	05/12/01	0,000	0,038	0,038
Dassault Systemes	18/10/01	-0,065	-0,036	0,029
Elior	24/09/01	-0,261	0,051	0,312
Faurecia	29/11/01	-0,006	0,002	0,008
Gemplus International	27/09/01	-0,132	0,016	0,148
Grandvision	09/01/01	-0,029	0,019	0,048
Havas Sa	02/10/01	-0,125	-0,002	0,123
Imerys	07/11/01	-0,070	0,000	0,070
Lvmh	12/11/01	-0,031	-0,054	-0,023
Michelin	30/07/01	-0,002	0,021	0,023
Nexans	10/10/01	-0,013	0,038	0,051
Nrj Group	14/05/01	-0,216	-0,017	0,199
Oberthur Card Systems	07/06/01	0,013	-0,028	-0,042
Pechiney	07/12/01	0,030	-0,007	-0,038
Remy Cointreau	21/09/01	-0,269	-0,022	0,246
Renault	25/10/01	-0,065	-0,020	0,045
Rhodia	04/10/01	0,039	0,041	0,003
Sagem Sa	01/06/01	-0,060	-0,014	0,047
Saint Gobain	31/10/01	-0,018	0,022	0,039
Sodexo Alliance	21/11/01	-0,085	0,007	0,091
Spir Communication	25/09/01	-0,021	0,020	0,042
Stmicroelectronics	15/06/01	-0,032	-0,036	-0,005
Vivendi Environment	30/11/01	-0,043	0,030	0,073
Vivendi Universal	05/09/01	-0,063	0,047	0,110

Annexe n°3 - Tableau des rentabilités anormales, des écart-types et des t-statistiques.

Société	Ra	Ecart-type	T-stat
Alcatel	0,126	0,045	2,798
Business Objects Sa	-0,002	0,032	-0,048
Carbone Lorraine	-0,024	0,023	-1,017
Eurotunnel	0,053	0,020	2,684
Galeries Lafayette	0,082	0,025	3,252
Nexans	0,023	0,016	1,456

Pinault Printemps Redoute	0,098	0,021	4,664
Renault	0,076	0,021	3,596
Rexel	0,067	0,022	3,010
Rhodia	0,015	0,020	0,743
Schneider Electric	0,044	0,020	2,189
Scor	0,139	0,036	3,858
Stmicroelectronics	-0,020	0,015	-1,357
Total Fina Elf	-0,003	0,009	-0,336
Accor	0,020	0,037	0,548
Alcatel	0,073	0,034	2,181
Alstom	0,224	0,052	4,306
Arcelor	0,109	0,029	3,769
Axa	0,043	0,016	2,648
Business Objects Sa	0,036	0,044	0,810
Cap Gemini	0,007	0,029	0,232
Club Mediterranee	0,015	0,046	0,320
Coface	0,038	0,029	4,494
Dassault Systemes	0,029	0,031	0,912
Elior	0,312	0,069	4,546
Faurecia	0,008	0,022	3,560
Gemplus International	0,148	0,056	2,657
Grandvision	0,048	0,029	1,686
Havas Sa	0,123	0,051	2,394
Imerys	0,070	0,027	2,572
Lvmh	-0,023	0,024	-0,972
Michelin	0,023	0,014	1,623
Nexans	0,051	0,046	1,112
Nrj Group	0,199	0,041	4,840
Oberthur Card Systems	0,042	0,062	4,255
Pechiney	-0,038	0,019	-2,009
Remy Cointreau	0,246	0,067	3,693
Renault	0,045	0,024	1,927
Rhodia	0,003	0,080	0,034
Sagem Sa	0,047	0,032	1,457
Saint Gobain	0,039	0,012	3,192
Sodexo Alliance	0,091	0,023	3,887
Spir Communication	0,042	0,034	1,204
Stmicroelectronics	-0,005	0,025	-0,186
Vivendi Environment	0,073	0,018	4,075
Vivendi Universal	0,110	0,043	2,565

Annexe n° 4- Résultats des test de significativité

Sociétés	T-stat	Conclusion	Nature de l'impact	Variation action	Variation marché	Var.relative au marché
Alcatel	2,798	Rejet Ho	Significatif	-16,47%	-1,84%	-14,63%
Business Objects Sa	-0,048	Non rejet Ho	Non significatif	-1,85%	-0,02%	-1,83%
Carbone Lorraine	-1,017	Non rejet Ho	Non significatif	0,77%	-1,91%	2,68%
Eurotunnel	2,684	Rejet Ho	Significatif	-3,92%	1,18%	-5,10%
Galerias Lafayette	3,252	Rejet Ho	Significatif	-6,90%	1,15%	-8,05%
Nexans	1,456	Non rejet Ho	Non significatif	-0,32%	0,56%	-0,88%

Pinault Printemps Redoute	4,664 Rejet Ho	Significatif	-9,02%	0,95%	-9,97%
Renault	3,596 Rejet Ho	Significatif	-2,87%	1,18%	-4,05%
Rexel	3,010 Rejet Ho	Significatif	-5,53%	0,95%	-6,48%
Rhodia	0,743 Non rejet Ho	Non significatif	-2,67%	-1,26%	-1,41%
Schneider Electric	2,189 Rejet Ho	Significatif	-4,31%	0,00%	-4,30%
Scor	3,858 Rejet Ho	Significatif	-13,11%	1,31%	-14,42%
Stmicroelectronics	-1,357 Non rejet Ho	Non significatif	-0,15%	0,00%	-0,14%
Total Fina Elf	-0,336 Non rejet Ho	Non significatif	-1,13%	-1,56%	0,43%
Accor	0,548 Non rejet Ho	Non significatif	-4,67%	-1,92%	-2,74%
Alcatel	2,181 Rejet Ho	Significatif	-11,50%	-2,09%	-9,41%
Alstom	4,306 Rejet Ho	Significatif	-20,38%	-0,51%	-19,87%
Arcelor	3,769 Rejet Ho	Significatif	-11,09%	-0,42%	-10,67%
Axa	2,648 Rejet Ho	Significatif	-6,33%	-0,14%	-6,19%
Business Objects Sa	0,810 Non rejet Ho	Non significatif	-8,65%	-2,20%	-6,45%
Cap Gemini	0,232 Non rejet Ho	Non significatif	-4,22%	-2,22%	-2,00%
Club Mediterranee	0,320 Non rejet Ho	Non significatif	-3,74%	-1,41%	-2,33%
Coface	4,494 Rejet Ho	Significatif	-10,23%	1,47%	-11,71%
Dassault Systemes	0,912 Non rejet Ho	Non significatif	-6,50%	-1,72%	-4,78%
Elior	4,546 Rejet Ho	Significatif	-26,11%	5,55%	-31,65%
Faurecia	3,560 Rejet Ho	Significatif	-7,03%	0,60%	-7,62%
Gemplus International	2,657 Rejet Ho	Significatif	-13,21%	0,71%	-13,92%
Grandvision	1,686 Non rejet Ho	Non significatif	-2,95%	0,53%	-3,48%
Havas Sa	2,394 Rejet Ho	Significatif	-12,46%	0,65%	-13,12%
Imerys	2,572 Rejet Ho	Significatif	-7,00%	0,80%	-7,80%
Lvmh	-0,972 Non rejet Ho	Non significatif	-3,11%	-2,85%	-0,26%
Michelin	1,623 Non rejet Ho	Non significatif	-0,20%	1,30%	-1,50%
Nexans	1,112 Non rejet Ho	Non significatif	-1,32%	3,28%	-4,59%
Nrj Group	4,840 Rejet Ho	Significatif	-21,63%	-1,37%	-20,25%
Oberthur Card Systems	4,255 Rejet Ho	Significatif	-29,05%	-0,42%	-28,63%
Pechiney	-2,009 Rejet Ho	Significatif	3,05%	-0,69%	3,73%
Remy Cointreau	3,693 Rejet Ho	Significatif	-26,85%	-2,43%	-24,42%
Renault	1,927 Non rejet Ho	Non significatif	-6,52%	-2,19%	-4,34%
Rhodia	0,034 Non rejet Ho	Non significatif	3,86%	4,13%	-0,27%
Sagem Sa	1,457 Non rejet Ho	Non significatif	-6,04%	-0,40%	-5,64%
Saint Gobain	3,192 Rejet Ho	Significatif	-1,78%	1,94%	-3,72%
Sodexo Alliance	3,887 Rejet Ho	Significatif	-8,47%	-0,77%	-7,70%
Spir Communication	1,204 Non rejet Ho	Non significatif	-2,14%	1,38%	-3,52%
Stmicroelectronics	-0,186 Non rejet Ho	Non significatif	-3,17%	-1,05%	-2,12%
Vivendi Environment	4,075 Rejet Ho	Significatif	-4,32%	0,60%	-4,91%
Vivendi Universal	2,565 Rejet Ho	Significatif	-6,30%	-2,09%	-4,21%

Annexe n°5 : Explications des profit warning des sociétés du SBF 120 de 2001 à 2002:

Source : Les échos

➤ Accor : 19 Septembre 2001

Accor a replongé de 4,67 % après avoir lancé un avertissement sur profits. Suite aux attentats du 11 septembre, bien qu'estimer les dégâts soit encore très difficile, assureurs et réassureurs s'attendent à devoir verser plusieurs dizaines de milliards de dollars d'indemnisation. Ils ne sont pas les seuls touchés. Les professionnels de la publicité et ceux du voyage craignent une nouvelle récession. Le titre Accor a perdu 12,94 % hier à Paris. Les valeurs du luxe ont souffert aussi. Enfin, les compagnies pétrolières, qui avaient résisté mardi, se sont repliées dans le sillage des cours du pétrole.

➤ Alcatel : 5 septembre 2001

Alcatel (— 11,5 %) est désormais à son niveau plancher depuis le 9 octobre 1998.

Le titre s'est à nouveau effondré hier en Bourse après que son président a reconnu qu'il n'était plus tout à fait sûr de présenter un résultat d'exploitation positif cette année.

➤ **Alstom : 6 Novembre 2001**

Le titre Alstom a poursuivi hier sa descente aux enfers dans de forts volumes de transactions, baissant de 8,52 %, à 12,35 euros (81,01 francs), après une chute de 20,35 % la veille. Le groupe est pénalisé par l'annonce mardi qu'il aura désormais du mal à atteindre l'objectif de marge opérationnelle de 6 % sur l'exercice 2002-2003, en raison de la détérioration de la situation économique mondiale. En outre, le groupe a annoncé une baisse de 11 % de son bénéfice semestriel.

➤ **Arcelor : 06 Juin 2001**

Comme Francis Mer l'avait indiqué lors de la dernière assemblée générale des actionnaires, le ralentissement de l'économie américaine et les phénomènes consécutifs de déstockage ont fortement entamé les profits trimestriels d'USINOR. Le premier trimestre se solde en effet par un bénéfice net par action du groupe de 78 millions d'euros, soit environ deux fois moins que les 166 millions d'euros du premier trimestre 2000. Le bénéfice net par action s'élève à 0,34 euro, contre 0,71 euro un an plus tôt. Quant au profit d'exploitation, il recule, lui, de 49 %, à 145 millions d'euros, pour un chiffre d'affaires en baisse de 2,2 %, à 3,937 milliards d'euros.

➤ **Axa : 18 Décembre 2001**

L'assureur AXA a lancé hier au marché un sérieux avertissement sur ses résultats 2001. Alors que le consensus des analystes s'attendait à un chiffre supérieur à 2 milliards d'euros, AXA a indiqué que son résultat net courant serait plutôt de l'ordre de 1,2 milliard d'euros, loin des 2,54 milliards de l'an dernier.

➤ **Business Objects : 25 Juin 2001**

La valeur Business Objects a encore perdu 8,65 % hier, à 24,71 euros (162,09 francs), après avoir perdu plus de 7 % lundi. L'éditeur de logiciel est contaminé par la chute de Cap Gemini, pénalisé par des craintes de « profit warning » et des dégradations de la part d'Exane et Goldman Sachs, qui a réduit de 7 % sa prévision de bénéfice par action. Cette révision à la baisse pourrait avoir lieu avant ou lors de l'annonce des résultats trimestriels le 19 juillet.

➤ **Cap Gemini : 13 Décembre 2001**

Le groupe de services informatiques supprime 2.500 emplois de plus et allège ses structures au maximum. L'économie annuelle devrait atteindre 800 millions d'euros. Paul Hermelin remplace Geoff Unwin à la tête de la SSII.

➤ **Club med : 19 Octobre 2001**

Les analystes ont pourtant accueilli plutôt favorablement le train de mesures adoptées. « En annonçant, à peine un mois après les attentats, la fermeture de 15 % des capacités et la réduction de 15 % des effectifs aux Etats-Unis, le groupe a réagi vite et bien », indique Caroline Denis, analyste chez ING Ferri

Les conséquences des événements du 11 septembre vont accentuer la dégradation des comptes de l'exercice 2000-2001, qui sera clos le 31 octobre. Le Club med, qui avait déjà revu à la baisse ses prévisions de résultat pour cause de ralentissement outre-Atlantique, prévoit maintenant un résultat d'exploitation compris entre 45 et 50 millions d'euros. Il se comparera à un résultat « historique » de 103 millions pour 1999-2000, soit une division d'au moins 2, tandis que le groupe tablait en janvier sur une hausse à deux chiffres de ses résultats pour les deux exercices à venir

➤ **Dassault Systemes : 18 Décembre 2001**

A Paris, inévitablement, outre STMicroelectronics, les grandes valeurs technologiques — principales gagnantes de la veille — ont bu la tasse. Dassault Systèmes (— 6,5 %), Cap Gemini (— 2,93 %), Alcatel (— 4,44 %), Vivendi Universal

➤ **Elior : 24 Septembre 2001**

En réalité, les difficultés d'Elior, qui a prévenu que son résultat d'exploitation au titre de l'exercice clos le 30 septembre serait « en retrait de l'ordre de 20 à 25 millions d'euros par rapport au consensus de marché (127 millions d'euros) », sont bien antérieures au 11 septembre, essentiellement franco-françaises et concernent surtout la restauration collective

Elior a perdu 26,11 % après une alerte sur profits.

➤ **Faurecia : 30 Novembre 2001**

Faurecia ne dégagera pas assez de résultat d'exploitation pour couvrir ses frais financiers l'an prochain. Alors que le CAC 40 a gagné 0,68 % vendredi, le titre de l'équipementier Faurecia, qui s'était pourtant bien tenu dernièrement comparé aux autres valeurs du secteur automobile, a clôturé en baisse de 7,03 %, à 58,20 euros à la Bourse de Paris.

➤ **Gemplus : 27 Septembre 2001**

Par ailleurs, Oberthur Card Systems et Gemplus ont fondu respectivement de 16,61 % et 13,21 %. Le dernier a lancé son quatrième avertissement sur profits de l'année, entraînant le premier dans sa chute.

Le titre Gemplus a perdu 13,21 % hier, à 2,43 euros, entraînant son concurrent français Oberthur Card Systems dans son sillage (— 16,61 %, à 4,67 euros). Mardi, Oberthur avait pronostiqué, lors de la publication de ses

résultats semestriels, une croissance de 10 % en 2002. Certains analystes ne sont pas convaincus que le groupe pourra remplir cet objectif.

➤ **Granvision : 09 janvier 2001**

Le titre GrandVision a chuté hier de 8,27 %, à 16,30 euros (106,92 francs), dans un volume de 145.116 titres échangés. Le chiffre d'affaires du distributeur spécialisé dans l'optique et la photo, annoncé à 851 millions d'euros (+14 %), est pourtant en ligne avec les prévisions. Mais le résultat net devrait être en fort recul en raison de mauvais mois d'octobre et de novembre au Royaume-Uni et de coûts exceptionnels.

➤ **Havas : 2 Octobre 2001**

Havas Advertising a créé la surprise en annonçant hier un lourd plan de restructuration. Intégré dans les comptes du premier semestre, celui-ci a obligé le numéro cinq mondial de la publicité à passer une provision globale de 65 millions d'euros après impôts pour tenir compte des réorganisations passées et à venir d'ici à la fin de l'année.

Conséquence : Havas Advertising a annoncé hier une perte nette part du groupe de 7 millions d'euros (46 millions de francs) au titre du premier semestre 2001, contre un profit de 45 millions d'euros un an plus tôt sur la même période. Dans la foulée, le groupe a averti qu'il ramenait son objectif de rentabilité opérationnelle, en 2000, de 15 % à 10 %-12 %. Déçus, les marchés ont véritablement massacré le titre. En fin de séance, hier, celui-ci était en repli de 12,46 %, à 5,69 euros.

➤ **Imerys : 12 Novembre 2001**

Imerys, le leader mondial des minéraux industriels (pigments, tuiles, ardoises réfractaires, céramique), a affiché sur les neuf premiers mois de 2001 un résultat de 97,9 millions d'euros, quasi stable par rapport à la même période de 2000. Il prévoit « un résultat net courant sur l'ensemble de l'année du même ordre que celui de l'exercice 2000 », mais un « fléchissement » sur le résultat courant du quatrième trimestre par rapport à la période équivalente de l'an dernier.

➤ **Lvmh : 12 Novembre 2001**

Et de trois ! Le numéro un mondial du luxe a lancé hier un nouvel avertissement sur résultats, le troisième en tout juste deux mois. Alors que, mi-octobre, le groupe de Bernard Arnault espérait encore « atteindre en 2001 au moins le même niveau de rentabilité opérationnelle qu'en 2000 », objectif jugé irréaliste par les observateurs, il se veut désormais plus prudent. LVMH table à présent sur un recul de son résultat opérationnel compris « entre 10% et 15% »

Pour les analystes, c'est l'ensemble du secteur du luxe qui, déjà touché par le ralentissement économique, est entré dans une zone de turbulences après les attentats de New York et de Washington. En tant que leader mondial, LVMH, dont le titre a encore reculé de 3,11 % hier, à 40,78 euros, est le plus exposé. Mais les autres acteurs ne sont pas pour autant à l'abri. Les numéros deux et trois, Richemont et Gucci, ont eux aussi procédé dernièrement à des « profit warnings ».

➤ **Michelin : 30 juillet 2001**

Michelin a poursuivi son repli (— 0,66 %), après avoir révisé à la baisse, mardi, ses objectifs de rentabilité pour l'année. ING Barings a déclaré hier avoir réduit de « conserver » à « vendre » sa recommandation sur le titre. Tout comme Goldman Sachs, qui a abaissé de 30 % son estimation de résultat par action cette année, tout en maintenant celle de 2002 expliquant que « Michelin a connu un déclin relativement maîtrisé de sa rentabilité dû à la faiblesse du marché nord-américain du poids lourd, mais [qu']un redressement n'est pas imminent ».

Le manufacturier, qui a souffert de la forte chute du marché américain des poids lourds et de la hausse des matières premières, table désormais pour l'année sur une marge opérationnelle de 6,2 à 6,8 %, en retrait de 1,5 point par rapport aux estimations de février.

➤ **Nexans : 10 octobre 2001**

Nexans, l'ancienne filiale d'Alcatel spécialisée dans les câbles introduite à la Bourse de Paris en juin dernier, a averti hier que, pour l'ensemble de l'exercice 2001, son résultat opérationnel et son résultat net seraient inférieurs à ceux de l'année 2000. Et cela en raison d'une « dégradation rapide de son environnement économique aux Etats-Unis et en Europe qui se traduit par un ralentissement très sensible des prises de commandes, notamment dans les activités télécoms et fils émaillés ». Le groupe a indiqué qu'il allait « renforcer les programmes de réduction de coûts et mettre en oeuvre des actions visant à réduire le montant des capitaux employés ». Après cette annonce, le titre Nexans a clôturé en baisse de 1,32 % à 15 euros. Un repli limité, les marchés ayant déjà bien anticipé ces difficultés.

➤ **NRJ Group : 14 Mai 2001**

La dégradation de la conjoncture publicitaire force le groupe de radio à revoir ses prévisions de revenus pour l'année. Les investissements dans TowerCast, Internet et l'international pèseront sur les résultats. L'action NRJ s'est effondrée de 21,63 % hier, la plus forte baisse du SRD. Le groupe de radio français a surpris les investisseurs en lançant un avertissement sur son chiffre d'affaires et son résultat pour l'exercice en cours, qui prend fin le 30 septembre prochain. « La fourchette d'estimation d'activité et de résultats » prévue par la communauté financière « ne pourra être respectée », explique le groupe de Jean-Paul Baudecroux dans un communiqué.

➤ **Oberthur Card Systems : 6 Juin 2001**

L'action d'Oberthur Card Systems (OCS), numéro trois mondial de la carte à puce derrière Gemplus et Schlumberger, s'est écroulée hier, abandonnant 29 %, à 11,99 euros, alors que le volume d'actions échangées a atteint un niveau record. La raison ? Un avertissement financier évidemment, mais dont l'ampleur a eu l'effet d'une véritable bombe. Pour l'exercice en cours, la société ne prévoit plus que 14 % de croissance de son chiffre d'affaires, alors qu'elle tablait encore début mai sur une fourchette de 25 à 30 % de progression ! En cause : le ralentissement du marché de la téléphonie mobile.

➤ **Pechiney : 7 Décembre 2001**

Le marché apprécie les perspectives de réduction des coûts, que le groupe chiffre à 450 millions d'euros par an à compter de 2004. L'action s'est appréciée hier de 0,54 %, à 55,80 euros. Pechiney a une nouvelle fois corrigé à la baisse son estimation de marge opérationnelle pour 2001. Celle-ci devrait se situer dans une fourchette comprise entre 520 et 540 millions d'euros, soit une baisse de l'ordre de 18 % à 21 % par rapport à sa performance 2000 (658 millions d'euros). En octobre, lors de la présentation des comptes du troisième trimestre, le groupe avait évoqué une baisse de 13 % prenant en compte la chute des prix de l'aluminium

➤ **Remy Cointreau : 21 septembre 2001**

La liste des sociétés dont les profits seront affectés par les attentats aux Etats-Unis vient de s'allonger du nom de Remy. L'entreprise vise désormais une croissance de son bénéfice net hors éléments exceptionnels « qui pourrait être entre 5 % et 10 % », au lieu des 20 % attendus. « Il s'agit plus d'une estimation prudente que d'une véritable prévision », a précisé Dominique Hériard-Dubreuil, « nous savons que les trois mois qui viennent seront très difficiles dans la région de New York et du New Jersey. Mais faire des prévisions au-delà et évaluer l'impact sur le reste du monde est aujourd'hui impossible ». Suite à ces déclarations, l'action Remy a chuté de 26,85 %.

➤ **Renault : 25 Octobre 2001**

Pour 2001, le constructeur table sur un résultat net de 1 milliard d'euros, comparable à celui de 2000 et assuré pour moitié par Nissan. Il va intensifier ses réductions de coûts et limiter ses investissements qui ne devront pas dépasser 7 % du chiffre d'affaires. Alors que Nissan détaillait, hier, à Tokyo, des résultats florissants, son actionnaire principal, Renault, multipliait les mauvaises nouvelles. Principale déception : « La marge opérationnelle du second semestre pourrait être inférieure à celle du premier semestre », a averti le groupe. Elle tomberait à moins de 1,6 % du chiffre d'affaires contre 6 % un an plus tôt. Après une progression de son chiffre d'affaires de 9,7 %, à 8,227 milliards d'euros, au troisième trimestre « moins forte que prévu », le groupe s'attend en effet à une dégradation de son résultat au second semestre comparé au premier.

➤ **Rhodia : 4 Octobre 2001**

Le titre Rhodia a replongé hier, pour clôturer en baisse de 7,64 %, à 7,25 euros (47,56 francs). La valeur a fait l'objet d'un changement de recommandation de Lehman Brothers, qui est passé d'« achat » à « performance en ligne », afin de tenir compte des conséquences des attentats du 11 septembre. Par ailleurs, le groupe français a été pénalisé par l'avertissement sur ses résultats de l'allemand BASF.

Mais en prenant le marché par surprise après que l'action Rhodia eut accusé un recul de 40 % depuis le 11 septembre, il en profite pour remettre les pendules à l'heure et rappeler que son groupe ne mérite sans doute pas le traitement qui lui est infligé.

➤ **Sagem : 1 Juin 2001**

L'action SAGEM a perdu vendredi 6,04 %, à 79,30 euros (520,17 francs). Malgré l'externalisation de son usine tchèque de téléphones mobiles, le groupe français a annoncé qu'il sera en perte nette au 1er semestre 2001. Les analystes prévoient une chute des ventes de mobiles de 25 % à 30 % au premier semestre et anticipent des ventes de 13 millions de terminaux environ pour l'ensemble de l'année 2001, soit autant que l'an dernier.

➤ **Saint Gobain : 31 Octobre 2001**

En janvier dernier, le groupe s'était fixé pour 2001 un objectif de progression de 10% de son résultat net hors plus values « en l'absence de dégradation nouvelle et significative de l'environnement économique ». Etant donné le ralentissement de l'activité constaté en septembre, en particulier dans les secteurs liés à l'investissement, et le degré élevé d'incertitude qui pèse actuellement sur l'économie mondiale, le Groupe se fixe aujourd'hui pour objectif une croissance comprise entre 1% et 5% de son résultat net hors plus values pour l'ensemble de l'exercice 2001.

➤ **Sodexo : 21 Novembre 2001**

La valeur Sodexo Alliance a affiché la plus forte baisse du CAC, hier, perdant 8,47 %, à 44,10 euros (289,27 francs), dans un volume nourri de plus de 3,1 millions de titres échangés. Déçus par les résultats du groupe pour son exercice 2000-2001 et surtout par la faible croissance des bénéfices par action attendue pour l'exercice en cours, plusieurs bureaux d'analyse ont revu en baisse leur recommandation sur le titre.

➤ **Stmicroelectronics : 15 Juin 2001**

Affecté par la faiblesse des commandes, notamment dans le secteur des télécommunications, le fabricant franco-italien a révisé en baisse ses estimations de chiffre d'affaires et de résultats. Le fabricant franco-italien de semi-conducteurs Stmicroelectronics a annoncé hier que son chiffre d'affaires et sa marge brute au deuxième trimestre seraient inférieurs à ses prévisions. La baisse du chiffre d'affaires pour le deuxième trimestre devrait, selon

Stmicroelectronics, se traduire par une marge brute d'environ 38 %, contre des prévisions initiales de 40 % à 42 %. A la suite de cette annonce, l'action de la société plongeait, hier, de plus de 7 % — la plus forte baisse du CAC — en franchissant le plancher des 37 euros. En clôture, elle s'établissait à 38,52 euros, en baisse de 4,23 % par rapport au cours de mercredi.

➤ **Vivendi Environnement : 30 Novembre 2001**

Vivendi Environnement (— 4,32 %) a été pénalisé par le lancement d'une alerte sur son bénéfice d'exploitation 2001. Plusieurs sociétés de Bourse ont aussitôt abaissé leurs recommandations sur le titre, leur objectif de cours, ou les deux à la fois. Le marché a fraîchement accueilli l'annonce d'une baisse de la croissance du résultat d'exploitation de Vivendi environnement, qui devrait atteindre entre 7 et 10 % sur l'année, contre 10 % auparavant. Suite à l'entretien accordé aux « Echos » par Henri Proglio, le président du directoire de Vivendi environnement, le titre a plongé vendredi de 4,32 % dans un volume étoffé de plus de 2 millions de titres échangés, pour terminer à 41 euros. Le président du directoire de Vivendi environnement explique que son groupe est touché par le ralentissement américain via sa filiale US Filter. La croissance du résultat d'exploitation est revue à la baisse, mais le chiffre d'affaires progressera comme prévu de 10 % en 2001. Alors que le groupe a déjà prévu 1.200 licenciements aux Etats-Unis et de 500 millions à 600 millions de dollars de cessions, il s'interroge sur la mise en place d'un plan de désinvestissement supplémentaire.

➤ **Vivendi universel : 5 Septembre 2001**

(— 4,3 %), (— 6,3 %), STMicroelectronics (— 5,2 %), France Télécom (— 7,3 %), Bouygues (— 3,6 %), Dassault Systèmes (— 2,4 %) et Orange (— 2,4 %) figurent au tableau des grandes victimes de la séance. La purge des technologiques s'accélère. Les perspectives du compartiment des télécoms demeurent incertaines. Les assurances restent sous pression en raison des tensions sur les marchés obligataires. Hier, le CAC 40 a plongé de 2,19 %, à 4.571,56 points.

➤ **Alcatel : 26 Juin 2002**

Hier matin, Alcatel a émis un avertissement sur ses résultats. Il s'attend à une perte opérationnelle pour 2002 et a annoncé un nouveau plan drastique de réduction de coûts qui passera par la suppression de 10 000 postes. Il n'est pas étonnant alors que son cours ait abandonné 16,47%.

➤ **Business Objects : 17 Avril 2002**

Le groupe dirigé par Bernard Liautaud a revu en légère baisse ses perspectives de revenu pour 2002, à 455 millions-465 millions contre 455 millions 471 millions annoncés auparavant. Les prévisions de résultat par action ont été réduite de moins 3%. Le titre a cédé 2,12 sur ses perspectives d'activité révisés à la baisse sur l'ensemble de l'exercice.

➤ **Eurotunnel : 11 Février 2002**

Par rapport à 2002, le chiffre d'affaire a reculé de 6% à 893 millions d'euros, le résultat d'exploitation de 11% à 327 Millions d'euros et la perte nette s'est aggravée de 8,6% à 188 millions d'euros. dans ces conditions, le groupe a confirmé hier que l'objectif de dégager un cash-flow d'exploitation couvrant l'ensemble des charges et dépenses d'investissement ne sera probablement pas atteint, cet espoir étant reporté pour 2003.

➤ **Galeries Lafayette : 24 Janvier 2002**

Le coprésident du groupe a indiqué qu'il n'était pas certain que le résultat net proforma du groupe croisse de 10% en 2001 alors que le 2 Octobre, les dirigeants avaient prévus une hausse comprise entre 10 et 15%. Philippe Lemoine a beau embrayer par un « ce n'est pas un profit warning », mais les investisseurs semblaient en douter. Le titre a perdu hier 6,9% 131,1 euros à la clôture.

➤ **Nexans : 13 Février 2002**

L'ancienne filiale d'Alcatel spécialisée dans les câbles pour les secteurs de télécommunications du bâtiment et de l'énergie a présenté un bénéfice en chute de 60% à 30 millions d'euros. les dirigeants ont repoussé leurs objectifs de 2003 à 2004 car ils ne voient pas d'amélioration conjoncturelle avant la fin de cette année. Du coup, Nexans va supprimer 1000 emplois d'ici à deux ans. Depuis son introduction en juin 2001, son cours a perdu environ 30%. Hier, il était en recul de seulement 0,32% à 18,68 euros.

➤ **Pinault Printemps Redoute : 17 Janvier 2002**

Compte tenu de « la dégradation de la conjoncture aux Etats-Unis pour l'activité de distribution et l'impact des attentats du 11 septembre sur le secteur du luxe » et au vue du ralentissement constaté au quatrième trimestre 2001, le groupe a annoncé que son chiffre d'affaires pour l'an dernier, qui devrait être officiellement publié le 22 janvier ne devrait croître que de 12% et non de 15% initialement comme prévus. PPR a dégringolé de 9,02% après cet avertissement jugé tardif sur résultat.

➤ **Rhodia : 29 Janvier 2002**

Affecté par la crise de la chimie et par d'importantes charges de restructuration, le chimiste français qui a multiplié les profits warnings ces derniers mois, a annoncé hier qu'il avait enregistré une perte de 213 millions d'euros en 2001. Mais, la perte enregistrée s'explique avant tout par une charge exceptionnelle de 409 millions d'euros passée dans les comptes l'an dernier. Rhodia a ainsi provisionné 80 millions pour faire face à des litiges et risque éventuels, 26 millions de frais de démarrages d'une unité de polyamide et surtout 253 millions pour financer des mesures de restructuration.

➤ **Rexel : 17 janvier 2002**

Rexel pénalisé par son exposition aux Etats-Unis : a structure, taux de change et jours comparables, le chiffre d'affaire a diminué de 3,6%...Rexel a limité les dégâts avec une baisse de 5,53%.

➤ **Schneider Electric : 23 Janvier 2002**

L'action schneider s'est inscrite parmi les plus forte baisse hier, clôturant en recul de 4,31% à 48,9 euros. Le marché à réagi à l'annonce que le groupe enregistrait une perte comptable en 2001 du fait de l'inscription d'une provision sur Legrand. Le PDG a indiqué : « la provision que nous serons amené à passer fera apparaître un résultat net en perte comptable »

➤ **Scor : 15 Janvier 2002**

L'avertissement sur résultat annoncé hier matin par la direction a surpris par sa brutalité. Du coup, le titre a fortement dévissé de 13,11% clôturant à 37 245 euros. Il ne s'agit pas d'une bagatelle, Scor devrait enregistrer une perte de 250 millions d'euros pour l'exercice 2001. D'abord, le déluge de sinistres de taille moyenne en matière de risque industriel ainsi que la mauvaise tenue des crédits dérivés concernant Enron ou Swissair devraient lui coûter de 50 à 100 millions d'euros.

➤ **STMicroelectronics : 23 Janvier 2002**

Pour Pascale Pistorio, le PDG du fabricant franco-italien de semi-conducteurs, « l'année 2002 sera encore une année difficile, mais STMicroelectronics a la capacité de surpasser la croissance du marché ». Le patron de ST prévoit en effet pour le premier trimestre 2002 une baisse de 3% à 7% du Chiffre d'affaires par rapport à celui des trois derniers mois de 2001. La société est cependant parvenue à limiter à 18% la baisse de son chiffre d'affaires dans un marché mondial qui a lui même plongé de quelque 32% en 2001. S'appuyant sur une solide trésorerie (2,4 milliards de dollars), sur le maintien des programmes de R&D et sur des dépenses d'investissement réduites (1,2 milliard de dollars) mais ciblé sur l'outil de production, STMicroelectronics estime être en mesure de gagner de nouvelles parts de marché cette année.

➤ **TotalFinaElf : 22 Mai 2002**

Lors de l'assemblée générale de son groupe le 7 mai 2002, Thierry Desmarest avait annoncé une baisse prévisionnelle de 40% de son bénéfice net au premier trimestre. Finalement, le groupe a indiqué hier ue ce repli n'est que de 35%. Ce chiffre est à comparé à la chute de 58% du résultat net du premier pétrolier mondiam Exxon-Mobil et aux résultats des autres majors : Shell (-42%), BP (-69%) et Chevron Texaco (-70%).

SOMMAIRE

Année universitaire: 2001/2002.....	1
1 DU RÔLE DES ACTIONS DANS L'ECONOMIE AUX CONSÉQUENCES D'UN PROFIT WARNING.....	4
1.1 Les actions.....	4
1.1.1 Définition et Différentes catégories d'actions.....	4
1.1.1.1 Définition.....	4
1.1.1.2 Les différentes catégories d'actions.....	5
1.1.2 L'évaluation des actions.....	6
1.1.2.1 L'évaluation des théoriciens.....	6

A - Le MÉDAF :Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers.....	6
B - L'APT : Modèle d'Evaluation Par Arbitrage.....	8
1.1.2.2 L'évaluation des praticiens.....	10
A - L'actualisation des dividendes :le modèle de Gordon et Shapiro (1956).....	11
B - L'utilisation du Price Earning Ratio (PER).....	11
1.1.3 Les indicateurs économiques et le cours de l'action.....	13
1.1.3.1 Liaison entre la croissance économique, l'inflation, le cours de change et le taux d'intérêt.....	13
1.1.3.2 Liaison entre la croissance économique, le taux d'intérêt, le marché obligataire et le marché des actions.....	13
1.2 Les Profits Warnings.....	14
1.2.1 Définition et evolution.....	15
1.2.1.1 Définition.....	15
1.2.1.2 Evolution des profit warnings.....	15
1.2.2 Les réactions théoriques du marché.....	16
1.2.2.1 Les réactions du marché face à un profit warning non anticipé.....	17
1.2.2.2 les réactions du marché face à un Profit warning anticipé.....	18
1.2.3 Les études empiriques.....	19
1.2.3.1 Les réactions du marché face aux annonces comptables.....	19
1.2.3.2 Bonne nouvelle, mauvaise nouvelle et cours en bourse.....	21
1.3 La notion d'efficience.....	22
1.3.1 L'efficience des marchés financiers.....	22
1.3.1.1 Les définitions de l'efficience.....	23
A – L'efficience fonctionnelle.....	23
B – Le comportement rationnel des acteurs du marché.....	23
C –Efficience informationnelle.....	24
1.3.1.2 Les conditions nécessaires à l'efficience des marchés financiers.....	24
1.3.1.3 L'efficience et la prévision.....	25
1.3.1.4 Les trois formes de l'efficience : forme faible, forme semi-forte, forme forte.....	25
1.3.2 Le Profit Warning et la forme semi-forte de l'efficience.....	27
1.3.2.1 Implications de la forme semi-forte de l'efficience.....	28
1.3.2.2 La forme semi-forte de l'efficience et la vitesse d'ajustement des cours.....	29
1.3.3 Les études d'événements.....	31
1.3.3.1 Le principe des études d'événement.....	32
A – la définition de l'événement.....	32
B – Identification de la date d'événement.....	32
C – Le cadre d'analyse.....	33
1.3.3.2 les différentes méthodes d'études d'événements.....	33
A - l'approche de la variable d'événement.....	34
B - l'approche d'analyse des résidus.....	35
1.3.3.3 La détermination de la norme.....	35
A – La rentabilité ajustée par la moyenne.....	35
B – La rentabilité ajustée par le marché.....	35
C – Le modèle de marché.....	36
D – Les autres variantes du MÉDAF.....	37
2 L'ETUDE DES PROFIT WARNINGS SUR LE MARCHÉ FRANÇAIS.....	40
2.1 le cadre réglementaire.....	40
2.1.1 L'importance de la communication financière.....	40
2.1.1.1 Un besoin de communication plus riche pour le marché.....	41
2.1.1.2 Réaction du marché face aux annonces de résultats.....	41
2.1.1.3 Quelques constats sur l'information comptable périodique.....	42
2.1.2 Les recommandations visant à réduire les profit warnings.....	42
2.1.2.1 Clarifier les différences entre objectifs et prévisions.....	43
2.1.2.2 Identifier les situations pouvant nécessiter une alerte aux résultats.....	43
2.1.2.3 Améliorer l'information financière périodique, facteur de réduction des incertitudes.....	44
2.1.2.4 Instaurer une période d'embargo avant la publication des résultats (“ quiet period” dans le monde anglo-saxon).....	44
2.1.3 La maîtrise des outils interne de communication.....	45
2.1.3.1 Avoir un système interne de pilotage adapté aux nécessités de la communication financière.....	45
2.1.3.2 Acquérir l'intelligence du marché et suivre le consensus.....	45
2.1.3.3 Mettre en œuvre un plan de communication.....	46
2.1.3.4 Renforcer les procédures internes pour maîtriser la communication financière.....	47
2.2 Les études de cas.....	48
2.2.1 Impact significatif du Profit Warning sur le cours : le cas Alcatel.....	48
2.2.1.1 Profil général.....	48
2.2.1.1 Etude graphique.....	50

2.2.2 Impact non significatif du Profit Warning sur le cours : le cas Michelin.....	51
2.2.2.1 Profil général.....	52
2.2.2.1 Etude graphique.....	52
2.2.3 Profit Warning anticipé par le marché : le cas Rhodia.....	54
2.2.3.1 Profil général.....	55
2.2.3.1 Etude graphique.....	55
2.3 <i>Econométrie : Impact des Profits warnings sur les sociétés du SBF 120 de 1999 à 2002</i>	58
2.3.1 Présentation du Sujet d'Etude.....	58
2.3.1.1 Objectif.....	58
2.3.1.2 Théorie et analyse empirique.....	59
A –La théorie sous-jacente.....	59
B – Les études économétriques.....	59
2.3.1.3 Méthodologie et Données.....	61
A - Les données.....	61
B - La méthodologie adoptée.....	63
2.3.2 Etude des séries.....	66
2.3.2.1 Calcul des rentabilités : observées, attendues et anormales.....	66
2.3.2.2 Test de significativité.....	68
BIENS D'ÉQUIPEMENT.....	71
2.3.2.3 Résultats.....	72
2.3.3 Conclusions de l'étude.....	72
2.3.3.1 Tableau récapitulatif.....	72
2.3.3.2 Les critiques.....	74
2.3.3.3 Les perspectives de l'étude.....	76
A – l'impact d'un profit warning sur les sociétés du secteur.....	77
B- L'impact d'un profit warning sur les sociétés d'un autre pays.....	77
CONCLUSION.....	77
BIBLIOGRAPHIE.....	78
ANNEXES.....	80
SOMMAIRE.....	89