



# Les chausse-trapes cognitives de l'évaluation



Edouard Camblain  
Jean-Florent Rérolle

# Les chausse-trapes cognitives de l'évaluation

*Edouard Camblain & Jean-Florent Rérolle\**

*Mars 2024*

## Résumé

Les évaluations sont clés dans nombre de décisions financières, pour autant, indépendamment de la qualité des évaluateurs (« internes », « conseils » et « indépendants »), celles-ci sont empreintes de biais cognitifs (« *behavioral valuation* ») qui affectent l'ensemble du processus : les relations de l'évaluateur par rapport au donneur d'ordre, les caractéristiques de l'information financière et comptable produite par la société et la mise en œuvre proprement dite de l'évaluation.

La véritable difficulté réside non pas dans l'identification de la liste des pièges cognitifs mais dans la façon de gommer au mieux leurs effets néfastes. La solution passe par i) la mise en place d'un cadre offrant le plus d'indépendance possible à l'évaluateur par rapport au donneur d'ordre ou à l'actif à évaluer ; ii) le respect d'un processus rigoureux de recueil et d'analyse de l'information et ; iii) l'application de méthodes d'évaluation robustes et cohérentes.

Une meilleure conscience des risques comportementaux par les évaluateurs maintiendra leur légitimité souvent mise à mal par les actionnaires activistes. Cette sensibilité pourra être aidée par les conseils d'administration qui doivent se former à ces techniques d'évaluation et aux difficultés rencontrées par les experts ou évaluateurs qu'ils nomment ou contrôlent.

*Mots clés : évaluation, fusions et acquisitions, finance comportementale, prise de décisions, gouvernance*

*[Les biais mentionnés et définis à la fin du document sont signalés par le signe le symbole • placé à côté du terme].*

---

\* **Edouard Camblain** est conseiller en investissement chez Société Générale Private Banking. Il est co-fondateur de l'Institut Français de Finance et d'Economie Comportementales (IFFEC) et membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV). Email : edouard.camblain@socgen.com

**Jean-Florent Rérolle** est Président de VienGi (Valeur & Gouvernance). Il est le co-fondateur de la Société Française des Evaluateurs (SFEV) et de l'IFA (Institut Français des administrateurs) et l'auteur du Vademecum de l'Administrateur. Email : jf.rerolle@viengi.com

*Les opinions présentées dans cet article sont strictement personnelles et n'engagent aucunement une tierce personne morale ou physique*

## Introduction

L'évaluation est au cœur de toute décision ou opération financières, que ce soit dans le cadre de transactions avec une contrepartie externe, pour le bon pilotage de l'entreprise ou encore à des fins fiscales (plus-values, prix de transfert...) ou comptables.

C'est aussi un sujet de débat infini en raison des divergences qui surgissent inévitablement sur les hypothèses structurantes qui ont été utilisées et, par conséquent, sur les conclusions de l'évaluation. Ainsi, bien que les approches et les méthodologies fassent l'objet d'un certain consensus de place, les résultats peuvent diverger très sensiblement, donnant lieu à d'âpres négociations voire des contestations pouvant aller jusqu'à des procédures judiciaires.

Cette situation n'est pas surprenante : à juste titre, les évaluateurs ont l'habitude de dire que leur métier relève plus de l'art que de la science. Cette affirmation les conduit à privilégier une approche fondée sur l'expérience et le jugement professionnel, ce qui rend leur travail plus complexe à réfuter. Ce faisant, ils tombent inévitablement dans de multiples pièges cognitifs et ce, malgré les différentes mesures mises en place pour s'en prémunir.

S'il est impossible de réaliser des évaluations parfaitement objectives, il est en revanche souhaitable que tout évaluateur (occasionnel ou professionnel) prenne conscience des limites de son travail en se familiarisant avec les enseignements de la finance comportementale. Cette branche de la finance qui étudie la façon dont les comportements humains, les émotions, et les processus psychologiques influencent les décisions financières et les marchés s'applique pleinement à l'évaluation.

Une prise de conscience des enjeux soulevés par ce que nous appellerons la « *behavioral valuation* » nous semble essentielle à la qualité et à la légitimité des travaux des évaluateurs. Après avoir identifié les origines des principaux biais cognitifs qui affectent les évaluations, nous proposerons des contremesures permettant d'en limiter les effets.

\*\*\*

## Les origines des pièges cognitifs de l'évaluation

Les pièges cognitifs de la « *behavioral valuation* » ont trois origines :

- Les relations de l'évaluateur par rapport au donneur d'ordre,
- Les caractéristiques de l'information financière et comptable produite par la société,
- La mise en œuvre proprement dite de l'évaluation

### Les relations de l'évaluateur par rapport au donneur d'ordre

Les évaluateurs peuvent être classés en trois catégories selon leur degré de proximité avec le donneur d'ordre :

- L'« évaluateur interne » dont l'organisation possède ou vise à acquérir l'actif à évaluer. Dans le cas d'une entreprise, il s'agit du directeur financier, du directeur comptable, du responsable du développement externe ou de la stratégie. L'évaluation peut être de nature comptable (travaux annuels de tests de dépréciation), fiscale (cession interne au groupe, financement intra-groupe) ou financière (acquisition, cession, rachat d'actions, ...). Lorsqu'il s'agit d'un fonds d'investissement qu'il soit institutionnel ou de *private equity*, l'évaluation est réalisée par l'analyste (*buy side*) ou le gérant et porte sur tout ou partie du capital dans le cadre de sa décision d'investissement ou de ses obligations d'information (calcul de l'actif net) ;
- L'« évaluateur conseil » travaille à l'extérieur de la société, le plus souvent dans l'intérêt de celle-ci ou bien pour le compte d'un actionnaire. Il peut s'agir du banquier d'affaires mandaté dans le cadre d'une opération d'acquisition ou de cession, de levée de fonds ou de placement ; de l'analyste financier (*sell-side*) qui se prononce sur le cours cible des valeurs dont il assure le suivi ; du commissaire aux comptes chargés de revoir les travaux d'évaluation conduits par la société ; de consultants auxquels la société soustraite ses travaux d'évaluation ; d'un expert dans le cadre d'un litige entre actionnaires ; etc ;
- L'« évaluateur indépendant » nommé soit par l'entreprise, soit dans le cadre d'un litige par le juge est le plus éloigné de l'actif. Même s'il est rémunéré par la société, il doit adopter la position la plus impartiale possible, en particulier s'il est désigné en vertu de la loi. C'est le cas par exemple de l'expert indépendant qui intervient dans le cadre de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF ou de l'expert judiciaire désigné par le juge.

Sans remettre en cause leur probité, ces différents évaluateurs vont avoir naturellement tendance à aligner leurs analyses ou leurs conclusions sur l'intérêt de la partie qui les a mandatés.

C'est l'évaluateur « interne » qui doit faire face aux conflits d'intérêts\* les plus importants :

- La dynamique de négociation et l'enthousiasme d'une équipe chargée d'une acquisition (par exemple le biais d'action\* d'une équipe de capital risque qui ne peut laisser « dormir » les fonds levés) comme les critères de rémunération de leurs responsables peuvent conduire à surestimer une cible et les synergies potentielles et

considérer que l'importance stratégique de l'opération vient largement compenser les risques qu'elle comporte ;

- Dans le cadre d'une cession, le simple fait de posséder un actif nous pousse à surestimer sa valeur. Il s'agit de l'effet de dotation<sup>\*</sup> que l'on l'observe régulièrement chez les propriétaires de biens immobiliers confrontés à la réalité du marché. Cette tendance peut être accompagnée de la volonté de recouvrer l'ensemble des investissements consentis dans le passé (biais des coûts irrécupérables<sup>\*</sup> dit « sunk costs ») et d'une aversion pour les pertes<sup>\*</sup> ;
- Le lien hiérarchique est également une source de conflit d'intérêt, l'évaluateur cherchant à éviter de « décevoir » son *management* sur la valeur attribuée ou attendue d'un actif, en particulier s'il s'agit d'un dirigeant fondateur qui manifeste un affect important à l'égard de la société qu'il a fondée (heuristique de l'effort<sup>\*</sup>) ;
- Dans le cadre d'un test de dépréciation, le directeur financier peut être tenté de sous-estimer les risques d'un actif pour éviter une provision qui constituerait un aveu d'échec d'une politique de croissance externe ou bien pourrait se traduire par une chute du cours en cas de surprise du marché ;
- Les travaux d'évaluation réalisés pour des raisons fiscales peuvent être affectés d'une tentation inverse afin de limiter le coût d'une opération ;
- Les gérants d'actifs ou leurs analystes *buy-side* sont également sujets à des conflits d'intérêts lorsqu'ils évaluent leurs lignes de participation : la dépréciation de participations n'est pas très vendeur pour conforter la fidélité des investisseurs ou dans la perspective d'une levée de fonds.

La présence d'un évaluateur conseil aux cotés de l'évaluateur interne peut être un moyen de l'aider à surmonter ces biais en redonnant de la rationalité au processus d'évaluation. La distance qui sépare naturellement l'évaluateur « conseil » de l'actif à évaluer devrait atténuer les conflits d'intérêts et les autres biais connexes relevés précédemment. Malheureusement, on ne peut être aussi catégorique.

La structure de rémunération présente un enjeu en interne. Ainsi, certaines recherches (dont celle de Jensen, cf bibliographie), soulignent que celle-ci peut être source de conflits d'intérêts pour certains directeurs généraux ou directeurs financiers : leur rémunération peut souffrir en cas de non atteinte de leurs objectifs internes, ce qui peut les conduire à chercher à réaliser des acquisitions dans leur intérêt personnel. Il en est de même pour les banquiers d'affaires dont le modèle de revenus ne favorise pas toujours leur objectivité. Une partie importante de leur rétribution dépend du succès de l'opération. Dans ces conditions, ils peuvent être tentés de minimiser les risques liés à une acquisition ou bien inciter leur client vendeur à accepter un prix insuffisant. Sollicités pour venir justifier les conditions financières d'une opération ou d'une décision du management, les consultants (ou des banquiers d'affaires délivrant une *fairness opinion*) sont également dans une situation de dépendance ou d'intérêt (volonté par exemple de s'assurer une place dans les *league tables*) qui les conduit à privilégier la thèse de l'entreprise en sélectionnant les arguments allant dans le sens de cette dernière.

Le métier du commissaire aux comptes est fondé sur le scepticisme professionnel. Mais les contraintes commerciales d'un secteur très concurrentiel peuvent le conduire à une certaine bienveillance à l'égard du management. Cette situation peut se produire à la fin de son mandat si son renouvellement est en jeu. Certes, il est nommé par les actionnaires. Il devrait donc se

sentir libre de contester les travaux d'évaluation du management. Mais le processus suivi pour sa nomination (sélection par le conseil d'administration sur proposition du comité d'audit) n'est souvent pas assez rigoureusement mené pour garantir une indépendance absolue. Le décalage que l'on observe trop souvent entre d'une part des situations dégradées sanctionnées par une chute du cours de bourse et, d'autre part, la modestie des dépréciations acceptées par les commissaires aux comptes en offre une illustration.

Reste l'intervention d'un expert indépendant qui, par définition, est indifférent au sort de l'actif ou à la conclusion de l'opération et, par construction, ne devrait pas avoir de conflits d'intérêt.

Encore faudrait-il que cette indépendance soit réelle. Là encore des enjeux commerciaux peuvent venir brouiller cet objectif d'indépendance. Les honoraires (fixes) peuvent être particulièrement significatifs et représenter des profits considérables pour des structures généralement très légères. Par ailleurs, le choix de l'expert est souvent largement influencé par les conseils de la société dont l'intérêt est de retenir celui dont on sait, par expérience, qu'il fera preuve de souplesse : il vaut mieux éviter le grain de sable qui pourrait remettre en cause une opération. La souplesse de l'évaluateur est une qualité recherchée lorsque le dossier est délicat.

Ainsi quel que soit l'évaluateur, il existe des biais d'intérêt qui sont de nature à affecter son objectivité et l'intensité de ses biais sera fonction de sa proximité avec le donneur d'ordre.

### Les caractéristiques de l'information financière et comptable

La matière première de l'évaluateur est avant tout l'information qu'il recueille auprès de l'entreprise sur ses performances historiques et ses perspectives de croissance, en particulier le plan d'affaires. Les différents documents comptables, financiers, stratégiques et juridiques qui sont à sa disposition sont la plupart du temps commentés par les responsables de l'entreprise (la direction générale ou des administrateurs) et leurs conseils (commissaires aux comptes, banquiers, avocats, etc.) au cours d'entretiens approfondis.

Une évaluation s'appuie très largement sur les informations prospectives (*business plan, information memorandum*) communiquées par l'équipe de direction, complétées le cas échéant par celles émanant des actionnaires. La qualité de l'analyse va dépendre en tout premier lieu de celle de ces informations, or, dans la pratique, il s'avère qu'elles sont plus ou moins biaisées.

L'exercice de planification est en lui-même extrêmement complexe puisque l'avenir est par nature incertain et surtout non linéaire. L'expérience montre que les prédictions sont systématiquement déjouées un jour ou l'autre par un événement inattendu, d'autant plus que nous souffrons du biais de projection\* qui nous laisse penser que les dynamiques actuelles resteront inchangées. L'apparition de nouveaux risques comme ceux liés à la géopolitique, la cybersécurité ou le climat l'illustre cruellement. Si la prédiction est impossible, la planification reste nécessaire car elle permet de définir une trajectoire vers un état futur souhaité en identifiant les conditions à remplir et les contraintes à desserrer.

Encore faut-il que cet exercice soit réalisé le plus objectivement possible. C'est ici que le bât blesse. La recherche en sciences cognitives a permis d'identifier de nombreux biais qui affectent potentiellement la construction d'un business plan :

- Le point de départ du processus peut être source d'erreurs liées au biais d'ancrage\* qui nous pousse à retenir les références historiques (résultats récents et bien connus, taux de croissance historique des revenus, niveau de rentabilité...) dont on prend connaissance au démarrage de l'analyse sans les ajuster suffisamment. Ce biais d'ancrage peut aussi résulter de la prise en compte de la performance d'actifs comparables (niveau de rentabilité par exemple) ;
- La perception du futur peut être affectée par une tendance à oublier les faits trop éloignés dans le passé. Ce biais dit de récence\* conduit à retenir des événements récents ou des agrégats d'un historique court, parfois avec une prépondérance de la dernière année à partir de laquelle on extrapolera des tendances de façon erronées. En outre, les projections d'activité sont souvent faites à partir d'un nombre d'années trop faible que l'on considère comme représentatives (biais de représentativité\*) ;
- Le scénario retenu par la direction générale peut être affecté d'un biais d'optimisme\* particulièrement fort d'autant que la nature humaine et encore plus celle du dirigeant le pousse à un excès de confiance (biais de sur-confiance\*) dans sa capacité à exécuter sa stratégie. Il peut aussi reposer sur un effet de saillance\* si le projet repose sur une expérience réussie que l'on va juger similaire ;
- Tout exercice d'anticipation financière peut être vicié par ce que l'on appelle le biais du planificateur\* qui pousse les individus à sous-estimer le temps, les coûts et les risques d'un projet. A ce phénomène vient s'ajouter le biais classique d'oubli des concurrents\* lorsque le business plan ne prend pas en considération les réactions potentielles que ces derniers pourraient adopter pour contrer ou profiter des initiatives stratégiques de l'entreprise ;
- Les chances de succès d'un plan ou du niveau de rentabilité cible peuvent être surévalués par une concentration excessive de l'attention sur les sujets ayant réussi mais qui sont des exceptions statistiques (biais des « survivants »\*) plutôt que des cas représentatifs : le leader d'un marché peut ainsi avoir particulièrement réussi dans un domaine dans lequel les autres ont eu de faibles performances et ont arrêté leur diversification ;
- Des scénarios différents ou divergents n'ont pas forcément été testés. La direction a pu être victime d'un biais de confirmation\* ou d'une pensée de groupe\*. Le premier pousse les individus à rechercher ou à interpréter sélectivement les informations qui confirment les hypothèses retenues ou les objectifs fixés. Le second se manifeste lorsqu'un groupe d'individus s'efforcent d'obtenir un consensus en taisant leurs divergences ou leurs craintes pour maintenir l'harmonie du groupe.

Le recueil oral d'informations au cours des entretiens que l'évaluateur peut organiser dans le cadre de son travail donne lui aussi lieu à de multiples biais.

A l'inverse des échanges écrits, les contacts en face à face s'affranchissent difficilement de la perception que l'évaluateur peut avoir de l'interlocuteur. Cette perception est biaisée par l'effet de halo\* qui se définit par une logique d'influence (favorable ou défavorable) d'un élément sur un autre. Il est souvent illustré par une perception positive de l'entreprise dans

un domaine spécifique (produit, secteur) que l'on calque sur un nouveau développement pourtant très distinct.

L'évaluateur sera confronté aux arguments d'autorité<sup>\*</sup> d'interlocuteurs d'autant plus légitimes qu'ils possèdent une expertise technique ou une position hiérarchique supérieure aux siennes. Cette autorité naturelle sera d'autant plus élevée qu'ils auront eu de solides résultats historiques. Le risque pour l'évaluateur est alors de commettre une erreur d'attribution<sup>\*</sup> (auto-complaisance ou biais du champion) consistant à rattacher les succès aux mérites de la direction et les échecs à l'environnement.

Le charisme du dirigeant et son expérience peuvent renforcer les arguments d'autorité dans le but de convaincre l'évaluateur du caractère raisonnable de son plan d'affaires. Un « storytelling » puissant peut être de nature à renforcer le biais de confirmation de l'évaluateur qui a besoin de donner un sens et une logique aux projections financières qui lui ont été remises. Ces biais sont d'autant plus forts que l'évaluateur est dans une situation de dépendance hiérarchique ou commerciale à l'égard du donneur d'ordre.

Au-delà de la distorsion de la qualité des échanges, ces biais amènent l'évaluateur (et les interlocuteurs internes) à sous-estimer l'importance des sources alternatives, à commencer par les sources publiques.

Ainsi, loin d'être un processus permettant de challenger l'information interne qui est à la base de l'évaluation, l'entretien agit comme un élément de renforcement et de confort qui peut être préjudiciable à la qualité des données originelles dont dispose l'évaluateur et à sa capacité d'exercer son jugement critique.

### La mise en œuvre de l'évaluation

Evaluer une entreprise - ou de façon générale un actif - est une tâche complexe. La valeur dépend de ses perspectives de rentabilité et de risque futurs qui, par définition, sont incertains dans une économie moderne et globalisée. Les difficultés techniques à surmonter dépendent du standard de valeur retenu et des méthodes choisies.

Il existe deux standards de valeur :

- Le premier consiste à raisonner sur la base d'une stratégie définie ou attendue par un investisseur spécifique (« *investment value* ») et reflète la relation subjective que celui-ci peut avoir avec un actif. Il est typiquement appliqué dans le cadre d'une opération financière comme une acquisition. L'incertitude est liée à la capacité effective de l'acquéreur à mettre en place la stratégie qu'il imagine et à la réaction potentielle des concurrents qui pourraient contrecarrer ses projets ;
- Le second est celui de la juste valeur (« *fair value* » ou « *fair market value* ») qui est le montant pour lequel un actif pourrait être « échangé entre des parties bien informées, consentantes et agissant dans des conditions de concurrence normale sur le marché ». L'évaluateur doit se mettre à la place du marché (les « *market participants* ») et imaginer les conclusions auxquelles celui-ci devrait logiquement aboutir compte tenu de la stratégie actuelle et anticipée de l'entreprise.



La complexité de la mission va également dépendre de la méthode d'évaluation retenue. Deux approches sont possibles. La première dite intrinsèque consiste à évaluer l'entreprise à partir de ses cash-flows actualisés. Elle repose sur un business plan détaillé. L'évaluateur doit se prononcer sur un très grand nombre d'hypothèses et de paramètres. La seconde, dite analogique, consiste à utiliser les critères de valorisation (multiples de chiffre d'affaires, d'EBITDA, d'EBIT ou encore le PER) de sociétés comparables cotées ou de transaction sur des sociétés similaires.

Les paramètres utilisés sont moins nombreux dans l'approche analogique que dans la méthode des cash flows actualisés. Mais dans la mesure où l'on cherche à capturer toute la performance future de l'entreprise dans un très petit nombre de variables, ils sont encore plus difficiles à estimer que dans une approche intrinsèque.

Quel que soit le standard ou la méthode, l'évaluateur doit décider quel est le jeu d'hypothèses économique, stratégiques et financières qu'il va retenir explicitement ou implicitement pour son analyse. Il s'agit là d'une décision éminemment complexe et subjective, largement dépendante de sa rigueur professionnelle et de sa capacité à réduire l'impact des biais cognitifs inévitables sachant que ces biais peuvent jouer dans des sens contraires et qu'ils peuvent se renforcer mutuellement ou bien se neutraliser.

En s'écartant des projections qui lui ont été remises, l'évaluateur ne réduit pas les risques cognitifs. Il est même susceptible de les reproduire ou de les accroître. A titre d'exemple, la recherche d'informations complémentaires se heurtera aux problématiques de choix d'information à utiliser, allant du défaut d'attention<sup>\*</sup> accordée à certaines données jusqu'à la dissonance cognitive<sup>\*</sup> (rationalisation de faits contraires) en passant par la surabondance d'informations<sup>\*</sup> (qui empêche d'en retenir).

Même s'il reprend les projections qui lui ont été données et commentées car il estime qu'elles sont raisonnables, il devra néanmoins se prononcer sur quelques paramètres déterminants pour l'évaluation : le taux d'actualisation et la croissance à long terme à l'issue du business plan, deux éléments essentiels pour le calcul de la valeur terminale qui peut représenter une portion majoritaire de la valeur totale.

Dans l'estimation ou la correction des données du business plan, le jugement de l'évaluateur peut être altéré par de nombreux facteurs très classiques dont certains ont déjà été mentionnés plus haut : le biais d'ancrage<sup>\*</sup> qui l'attache psychologiquement à une valeur pré-établie, l'heuristique de disponibilité<sup>\*</sup> qui le pousse à privilégier les données les plus immédiatement accessibles en mémoire, le biais de confirmation<sup>\*</sup> qui l'incite à ne retenir que les hypothèses allant dans le sens de sa conviction première, l'erreur d'attribution<sup>\*</sup> qui lui fait sous-estimer l'effet des circonstances sur la performance de l'entreprise, le biais du survivant<sup>\*</sup> qui consiste à surévaluer les chances de succès d'une initiative en oubliant de prendre en compte celles qui ont échoué, le biais d'ambiguïté<sup>\*</sup> qui l'amènera à ne pas prendre en compte de éléments pour lesquels il juge l'information incomplète, etc.

L'intensité de ces biais va dépendre de plusieurs facteurs. Plus l'évaluateur est expert dans son domaine, plus il risque de développer un sentiment de sur-confiance<sup>\*</sup> dans ses capacités à définir ou à ajuster un plan d'affaires et un excès de précision générateur d'erreurs de calibrage. L'effet d'expérience peut le conduire à procéder à des analogies (ou raccourcis)

trompeuses, surtout lorsque l'actif à évaluer fait partie d'une classe homogène (comme les actifs immobiliers). Le biais d'engagement<sup>\*</sup> peut l'entraîner dans un raisonnement motivé, c'est-à-dire une tendance à chercher en priorité et en toute bonne foi les arguments venant à l'appui des attentes ou des convictions du donneur d'ordre.

Outre la formulation ou l'ajustement des hypothèses du plan d'affaires, l'évaluateur doit effectuer des choix méthodologiques qui, eux aussi, sont vulnérables aux biais cognitifs. Si les perspectives de croissance et de rentabilité de l'entreprise apparaissent trop optimistes et que l'expert s'est interdit de les modifier trop fortement (pour des raisons de compétence ou de relations commerciales), il sera tenté par un ajustement du taux d'actualisation ou une décote sur la valeur. Cette pratique est en contradiction avec les principes de base de la finance qui veulent que le risque spécifique soit pris dans les cash-flows pour réserver le taux au risque systématique. Elle est cependant habituelle dans une profession qui est naturellement sensible à la pression sociale (conformisme<sup>\*</sup> et soumission aux règles et normes), au mimétisme<sup>\*</sup> (imitation volontaire ou inconsciente) et au suivisme<sup>\*</sup> (suivi sans esprit critique). Les méthodes analogiques sont particulièrement vulnérables à ces biais. Largement utilisées par les évaluateurs, elles reposent sur des heuristiques qui, par construction, recèlent des pièges cognitifs. Une heuristique est une approche pratique pour résoudre rapidement un problème complexe qui utilise des règles simples fondées sur des approximations. Les multiples ne sont finalement que des règles de trois qui supposent que la société à évaluer est similaire aux entreprises retenues dans l'échantillon.

Cette méthode est critiquable intellectuellement pour de nombreuses raisons. La valeur est créée avant tout par la capacité de l'entreprise à construire, défendre et renouveler des avantages concurrentiels. Ceux-ci sont par définition uniques. Comment dès lors trouver des entreprises qui possèdent les mêmes attributs ? L'évaluateur est donc confronté à une difficulté de sélection de véritables comparables, avec un échantillon suffisamment large pour ne pas tomber dans l'heuristique de représentativité. Par ailleurs, elle ne permet pas de mettre en évidence les éléments clés de la valeur. Ce manque de transparence est particulièrement gênant dans le cadre d'une analyse complexe car il est impossible de vérifier ou de contester la cohérence et le réalisme des hypothèses sous-jacentes. En outre, comme le montre les tableaux qui sont généralement produits dans le cadre de ces analyses, on est face à une dispersion considérable des ratios de valeur. Le recours à la moyenne ou à la médiane - de surcroît en conservant les extrêmes - est une technique grossière peut-être rassurante, mais certainement pas rigoureuse pour approcher la valeur spécifique d'une entreprise.

Les choix de multiples effectués par l'évaluateur sont donc totalement arbitraires même s'ils sont habillés par un narratif justificateur. Certes, cette méthode est généralement mise en œuvre dans le cadre d'une évaluation multicritères qui comporte également une approche intrinsèque. Les évaluateurs les plus sceptiques à l'égard des comparables privilégieront les résultats des cash-flows actualisés. En tout état de cause, l'évaluateur doit théoriquement - et selon les recommandations de l'AMF - procéder à un travail de réconciliation pour comprendre les raisons des écarts entre les deux approches. Cette précaution est louable, mais il faut être conscient des risques qu'elle présente. L'évaluateur peut être incité à modifier de manière subjective son DCF afin de rapprocher les résultats et donner plus de force et de cohérence à la conclusion de ses travaux.

\*\*\*

## Comment éviter les chausse-trapes cognitives de l'évaluation ?

Si la liste des pièges cognitifs est assez facile à dresser, la véritable difficulté réside dans la façon de gommer au mieux les effets néfastes de ces biais dont l'évaluateur n'a pas toujours conscience.

On peut éviter ou au moins réduire les chausse-trapes cognitives de l'évaluation à trois conditions :

- Mettre en place un cadre offrant le plus d'indépendance possible à l'évaluateur par rapport au donneur d'ordre ou à l'actif à évaluer ;
- Respecter un processus rigoureux de recueil et d'analyse de l'information ;
- Appliquer des méthodes d'évaluation robustes et cohérentes.

### Le cadre de la mission

Le meilleur moyen d'éviter que les travaux de l'évaluateur soient affectés par un conflit d'intérêt est de désigner un évaluateur indépendant, même lorsque la problématique ne l'impose pas juridiquement.

Lorsque cet expert est requis dans le cadre de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, les conditions de sa désignation sont strictes. Il est prévu qu'il soit désigné par le conseil sur la proposition d'un comité ad hoc, ce comité devant assurer le suivi de sa mission. Plus spécifiquement, ce comité a trois rôles : sélectionner l'évaluateur, veiller à l'absence de conflits d'intérêt et à sa pleine indépendance et s'assurer qu'il dispose de toutes les informations nécessaires à sa mission.

L'AMF peut s'opposer à la désignation de l'expert s'il lui apparaît insuffisamment indépendant ou incompetent. Elle peut même demander à la société de procéder à la désignation d'un nouvel expert si le rapport du premier est insuffisant, notamment s'il n'a pas correctement rendu compte d'une situation de conflit d'intérêt ou « s'il comporte des incohérences ou des lacunes significatives ».

L'indépendance de l'expert exige que sa rémunération repose sur des honoraires fixes afin de le protéger contre toute tentation de tirer une évaluation à la hausse pour maximiser un revenu indexé ou encore de tordre le résultat pour s'assurer de la réalisation d'une transaction au terme de laquelle il percevrait une rémunération complémentaire (« *success fee* »). L'AMF exige une rémunération forfaitaire qui ne soit « pas liée à l'issue de l'offre ou de l'opération » et dont le montant dépend de la « complexité de la mission ».

Pour autant, l'indépendance totale n'est pas garantie. Le comité ad hoc doit pouvoir exercer en toute indépendance ses fonctions. Même si la réglementation prévoit qu'il est majoritairement composé d'administrateurs indépendants, sa liberté de manœuvre dépend largement de la philosophie de gouvernance qui règne dans l'entreprise et au sein du conseil. Et même s'il est prévu que l'expert ne doit pas intervenir régulièrement avec la banque présentatrice, la concentration des missions chez un nombre réduit d'experts est à la fois l'explication et la conséquence des limites de cette règle.

La sérénité du cadre d'intervention procurée à l'expert indépendant n'est pas moins cruciale pour les autres catégories d'évaluateurs (« internes », et « conseils »). Lorsque les enjeux sont significatifs, et quand bien même le recours à un évaluateur indépendant n'est pas juridiquement imposé, le conseil d'administration peut toujours décider de suivre cette procédure afin de donner aux travaux d'évaluation une certaine indépendance par rapport au management.

Plusieurs possibilités s'offrent à la société lorsque l'évaluation est faite en interne ou par des conseils mandatés par la direction générale :

- La mise en place d'une seconde équipe d'évaluation. Cette situation est naturelle lorsque deux banques travaillent sur l'opération : elles produisent chacune un rapport d'évaluation. Il convient alors de s'assurer que les interactions entre les deux établissements ne donnent pas lieu à un consensus qui réduirait l'intérêt d'avoir deux approches potentiellement différentes ;
- La mise en place d'un comité ad hoc de revue soit au niveau de la direction générale ou de la direction financière, soit au niveau du conseil d'administration, soit encore au sein de la banque conseil (comité *fairness*, comité rating, comité de revue indépendante). Pour contrebalancer le travail généralement assez individuel de l'évaluateur, il peut être utile que ce comité fonctionne collégialement. Cette solution rencontre une difficulté : celle de trouver des individus capables de challenger non seulement le résultat, mais aussi et surtout les informations retenues, le processus d'évaluation et les méthodes utilisées ;
- Enfin, une revue externe peut être réalisée par un cabinet financier ou une banque d'affaires. Ce type de revue reste relativement bon marché puisqu'il n'est pas question de refaire l'évaluation mais d'en analyser la cohérence et la rigueur.

Tous ces comités ont pour vocation de challenger et de confirmer ou d'infirmer, non seulement le résultat, mais aussi et surtout les informations retenues, le processus d'évaluation déroulé et les méthodes utilisées. En impliquant une multiplicité d'interlocuteurs ce processus de revue permet de ne pas laisser le sujet dans les mains d'un unique expert.

Cependant, ces comités doivent veiller à ne pas tomber dans le travers de la pensée de groupe<sup>\*</sup>. En effet, un groupe d'individus peut avoir tendance à rechercher le consensus à tout prix (qui peut donc facilement se faire autour de l'expert) plutôt qu'à appréhender de manière réaliste une situation. Cette tendance à gommer l'expression des éventuelles divergences, notamment par pression de la conformité au groupe, rend plus difficile les avis dissonants individuels qui pourraient challenger efficacement les travaux de l'évaluateur. Ce mimétisme de groupe renforce l'impression de faux consensus<sup>\*</sup> (que chacun pense comme soi) et finalement d'illusion d'unanimité qui laissera penser à la supériorité morale de la décision prise par le groupe. Il sera alors plus compliqué de se déjuger par la suite.

Enfin, dernier écueil de ce remède, la nécessité de ne pas diluer la responsabilité dans la prise de décision finale sur la valeur retenue. Tout d'abord, l'expert doit rester force de proposition car ce n'est pas au comité de proposer des niveaux de valorisation alternatifs. Ensuite, la responsabilité ne doit pas être diluée sur la totalité des membres du Comité au point que plus personne ne devra rendre compte d'une éventuelle erreur collective.

## Le recueil et l'analyse de l'information

Les informations recueillies par l'évaluateur doivent subir une double vérification. Il s'agit certes de comprendre quels sont les projets stratégiques de l'entreprise et vérifier leur cohérence financière et opérationnelle. Mais il s'agit aussi (et peut-être surtout) de repérer les biais cognitifs qui ont pu affecter ces informations qui serviront de base à l'analyse de l'évaluateur.

Les entretiens vont permettre de répondre à ce double objectif étant entendu que plus l'évaluateur sera proche de l'entreprise, plus il lui sera facile d'obtenir des réponses à ses questions.

Une liste de contrôle précise doit couvrir trois thèmes :

- L'identité des protagonistes ;
- La dynamique du groupe des auteurs du plan ;
- La méthode de travail suivie.

Le premier jeu de questions concerne les protagonistes. Il faut comprendre qui est impliqué dans le processus de planification afin d'apprécier les conflits d'intérêts, la dimension affective des auteurs et leur autonomie : qui sont les personnes en charge ? Quelles sont leurs domaines d'expertise ? Quels sont leurs liens avec l'actif à évaluer ? Sont-elles plutôt innovatrices ou conservatrices ? Cette mission leur est-elle habituellement confiée ? Quel est le mandat qui leur a été donné et l'autonomie qui leur a été accordée ? Leurs travaux ont-ils été trop ou insuffisamment optimistes dans le passé ? L'analyse de l'actif est-elle clairement séparée de sa gestion ? Comment le processus de contrôle et de validation du plan est-il organisé ? Quel sont les rôles respectifs du management et du conseil ? La gouvernance en place est-elle effective ou nominale ? etc.

La deuxième série de questions concerne la dynamique du groupe qui a mis au point les projections. Est-ce le fruit d'un véritable travail d'équipe ou bien cette équipe est-elle dominée par un leader ? Y a-t-il eu des désaccords profonds sur des hypothèses clés ? La controverse a-t-elle été recherchée volontairement pour enrichir la perspective ? Comment les désaccords ont-ils été gérés ? D'une manière générale, la culture de la société accepte-t-elle la contradiction, les positions dissonantes ? La direction générale a-t-elle laissé suffisamment de temps à l'équipe pour effectuer son travail ? Comment se sont déroulées les interactions entre l'équipe, la direction générale et le conseil ? Qui a eu le dernier mot ? etc.

Enfin une troisième série de questions vise à comprendre la méthode qui a été choisie. Quel a été le point de départ du travail de planification ? En quoi s'est-il écarté des performances passées ? Quelles ont été les options étudiées ? Quelles ont été les raisons pour lesquelles des options ont été écartées ? Quels sont les risques qui sont attachés aux options retenues ? Comment ont-ils été identifiés ? Comment les réactions potentielles des concurrents ont-elles été prises en compte dans l'analyse (en particulier si la croissance anticipée est forte) ? Une classe de référence ou des informations de nature externes ont-elles été identifiées pour se rassurer sur la probabilité de succès de telle ou telle initiative clé du plan ? Quels sont les travaux de sensibilité qui ont été effectués ? Dans quelle mesure leurs résultats ont été utiles pour la finalisation des travaux ? etc.

Toutes ces questions (non limitatives) liées au processus qui a été suivi pour construire le plan doivent naturellement être complétées par d'autres portant sur le fond des projections afin de s'assurer qu'elles s'inscrivent dans une logique stratégique et financière rigoureuse.

Il existe de nombreux outils pour soutenir cette démarche. Leur description dépasse l'objet de cet article. Les plus utiles sont ceux qui reposent sur des raisonnements économiques simples mais robustes comme la logique du cycle de vie d'une entreprise qui veut que l'avantage concurrentiel finisse par s'éroder et que la rentabilité des actifs rejoigne le coût du capital, ou que le risque opérationnel diminue régulièrement à l'inverse du risque financier qui doit logiquement croître à mesure que la maturité se traduit par des flux de liquidité plus abondants.

Il est également intéressant de mettre en perspective un niveau de revenus au regard du marché existant, un taux de croissance par rapport aux anticipations du marché, une rentabilité par rapport à celles des concurrents... C'est à partir de ce dialogue que l'évaluateur pourra corriger les chiffres proposés pour essayer de neutraliser les biais qui auraient pu être identifiés : affection pour une activité ou des actifs nationaux (biais culturel\*), biais du planificateur\*.... C'est également grâce à ce travail d'appropriation qu'il pourra être force de proposition dans de possibles discussions sur les compléments de prix.

L'évaluateur peut même avoir recours - de façon éclairée - à des outils d'intelligence artificielle pour identifier des approximations grossières, mensonges ou fraudes. De la même façon qu'Internet, judicieusement utilisé, a pu apporter une part de transparence et d'immédiateté d'information, nul doute que les outils d'IA pourront aider l'évaluateur dans un futur proche.

Sur la base de l'information qui lui a été remise et dont il a pu apprécier la qualité et démasquer les biais, il lui appartient de décider quel sera le jeu d'hypothèses à retenir pour son évaluation. Dès le départ, il doit déjouer un biais d'ancrage\* et veiller à ne pas s'enfermer dans les informations reçues ou dans des préjugés. Alors que certains évaluateurs chevronnés ont pu affirmer que se « forger a priori une idée sur le résultat de l'évaluation » permet d'être « plus pertinent » et « plus confiant », il paraît sain de laisser le champ des possibles largement ouvert. A titre d'exemple, il est contre-productif d'entamer des discussions autour de « valeurs cibles » du cédant ou d'un acquéreur avant d'avoir réalisé son évaluation. La valeur cible viendrait en effet polluer la démarche de l'évaluateur.

Si l'évaluateur doit exploiter la matière première qui lui aura été fournie, il est essentiel qu'il ne s'arrête pas aux données disponibles mais qu'il recherche systématiquement des informations externes, par exemple auprès des concurrents, des fournisseurs, des clients, des associations professionnelles, de certains régulateurs, de cabinets de conseil... Cette recherche de données complémentaires lui permettra de confirmer ou d'infirmer celles reçues ou recueillies au cours des entretiens.

L'évaluateur ne doit donc pas se cantonner aux chiffres et scénarios fournis. Il est de sa responsabilité d'identifier les options qui ont été écartées, de comprendre ce qui serait perçu différemment avec une autre présentation (biais de cadrage) ou ce qui est ignoré faute de l'avoir creusé (biais d'ambiguïté). Il est clé qu'il puisse par exemple remettre en cause un business plan « maison » pour intégrer des hypothèses plus volontaristes ou plus prudentes (notamment sur les années terminales d'un *business plan*) mais qui lui semblent cohérentes.

En s'interdisant toute dérive par rapport à un *business plan* auquel il adhère trop facilement – voire en se complaisant dans la recherche de lettres de confort de la direction - l'évaluateur risquerait de tomber dans une forme de croyance<sup>1</sup> le conduisant à adhérer à un scénario ou à des hypothèses en les considérant comme vérité absolue ou assertion irréfutable, indépendamment des preuves qui les confirment ou les infirment.

## Les méthodes d'évaluation

A partir du jeu de prévisions retenu (et corrigé le cas échéant) par l'évaluateur, reste à mettre en application les méthodes d'évaluation.

Dans une démarche rigoureuse et transparente, les méthodes intrinsèques doivent être privilégiées. Certes, elles reposent sur de nombreuses hypothèses dont l'établissement peut engendrer des biais cognitifs. Même si les biais qui ont présidé à leur élaboration initiale ont pu être identifiés et corrigés par l'évaluateur, celui-ci n'est pas à l'abri de succomber à ces écueils lors des ajustements qu'il opère et dans le choix des hypothèses financières, en particulier celles concernant la valeur terminale (dont le poids est souvent déterminant).

Mais un travail d'évaluation bien organisé est de nature à diminuer ce risque. Il est essentiel de constituer une équipe de spécialistes et d'encourager les débats controversés. Il est très difficile pour un individu d'identifier ses propres biais, mais la tâche est nettement plus facile pour les autres s'ils sont attentifs à cet aspect. On peut également mettre en place deux équipes, chacune chargées d'évaluer un scénario différent. Enfin la plupart des experts indépendants ou des évaluateurs externes ont la possibilité de faire challenger leurs résultats au cours d'une revue formelle menée par un professionnel chevronné. En tout état de cause, l'astreinte à la rédaction d'un rapport détaillé, balayant les hypothèses retenues et les raisonnements, y compris quant à ce qui a été écarté est une bonne pratique.

L'approche intrinsèque la plus pratiquée est l'actualisation des flux de liquidité futurs (ou *cash flows*). Cette méthode a l'avantage d'obliger l'évaluateur à être très précis sur les hypothèses qui sont choisies. Il est très facile d'analyser la logique interne d'un modèle de cash flows et d'identifier les incohérences. Dès lors, l'évaluateur doit avoir une démarche très rigoureuse afin que la transparence de son travail ne se retourne pas contre lui.

Au-delà de ce risque professionnel, la construction d'un modèle de cash-flows et les travaux de simulation ou de sensibilité qu'il permet de réaliser constituent une opportunité de solidifier un raisonnement stratégique et financier. Certes, l'évaluation doit déboucher sur une valeur, mais son véritable intérêt est de mieux comprendre les liens qui existent entre la stratégie de l'entreprise, sa dynamique financière et les conditions dans lesquelles elle peut espérer créer de la valeur à long terme. L'évaluation est avant tout un outil d'analyse de la valeur. Elle offre à l'équipe qui en est en charge la possibilité de débattre des hypothèses de rentabilité et de risque et, ainsi, de se donner les moyens d'éviter des raccourcis heuristiques.

La mise en œuvre de cette technique d'évaluation ne doit pas donner lieu à un modèle simple afin de permettre des simulations économiques compréhensibles, de faciliter le dialogue au sein de l'équipe d'évaluateur et entre celle-ci et le donneur d'ordre et enfin d'assurer sa maintenance dans le futur.

Cet atout de transparence et de dialogue est donc un avantage considérable par rapport à la seconde approche, celle des comparables (boursiers ou de transactions passées), dont on a vu précédemment tous les défauts, notamment en termes d'échantillonnage. Mais malgré ses graves insuffisances, les praticiens continuent à l'utiliser au moins à titre complémentaire dans les évaluations dites « multi-critères ».

Afin de ne pas tomber dans les nombreux pièges cognitifs que son application recèle, l'évaluateur peut utilement respecter deux règles. D'une part, il convient de mettre en œuvre cette méthode uniquement après avoir largement entamé la méthode intrinsèque, ceci afin de ne pas risquer prématurément un biais d'ancrage. D'autre part, tout multiple doit faire l'objet d'une analyse d'ingénierie inversée afin de comprendre les paramètres de risque, de rentabilité et de croissance qui l'explique. Cette démarche permet de relativiser fortement la comparabilité des entreprises de l'échantillon avec celle faisant l'objet de l'évaluation.

\*\*\*



## Conclusion

La gestion des pièges cognitifs dans l'évaluation représente un défi complexe, mais l'adoption de mesures ou de démarches telles que celles que nous suggérons serait un progrès car elle permettrait d'en atténuer les effets les plus graves.

Il est évidemment plus facile de lister les biais comportementaux qui guettent l'évaluateur que de quantifier leurs impacts, en estimant ce qu'aurait été l'évaluation sans biais d'une part et l'écart avec la valeur fondamentale (*investor* ou *fair value*), d'autre part.

La discipline préconisée pour gommer ces effets des biais comportementaux s'apparente à un complément à la technicité et à l'expertise de l'évaluateur auxquelles cette approche ne saurait se substituer.

Certes, il est illusoire de penser qu'une évaluation puisse être menée sans qu'une dose de subjectivité ne l'influence. Mais l'introduction de techniques ou de procédures visant à réduire les biais cognitifs lui permet d'aller plus loin que le recueil mécanique de l'information et l'application qui n'est pas moins mécanique de techniques. En outre, ce surcroît d'analyse - et de temps - donnera aux parties intéressées une meilleure compréhension des éléments clés de la valeur, ce qui, en fonction de l'objectif de l'évaluation, leur permet d'être plus pertinentes dans leur gestion ou plus percutantes dans leurs négociations.

Une meilleure conscience des risques comportementaux par les évaluateurs est nécessaire pour maintenir une légitimité souvent mise à mal par les actionnaires activistes. La balle est aussi dans le camp des conseils d'administration qui doivent se former aux techniques d'évaluation et aux difficultés rencontrées par les experts ou évaluateurs qu'ils nomment ou contrôlent.

Cette prise de conscience pourra également être exacerbée si la recherche académique, très prolixes sur la prise de décision en matière de finances personnelles, nourrit le sujet des biais comportementaux en matière d'évaluation.

\*\*\*

## Définition des biais mentionnés (ordre alphabétique):

- **Action (biais d')** : Biais qui pousse à agir quoi qu'il en coûte.
- **Ambiguïté (biais d')** : Tendance à éviter ou à ne pas prendre en compte les options pour lesquelles l'information est incomplète.
- **Ancrage (biais d')** : Repères mentaux qui bloquent le raisonnement (exemple prix d'achat).
- **Attention (défaut d')** : Manque d'attention notamment lié au fait que la ressource rare et cruciale est devenue l'attention et non plus l'information.
- **Attribution - auto-complaisance, champion - (biais d')** : Sous-évaluation du contexte, des influences extérieures.
- **Autorité (argument d')** : Invocation d'une autorité en accordant de la valeur à un propos selon son origine et non son contenu.
- **Aversion aux pertes** : Choix dictés par la crainte de perdre.
- **Confirmation (biais de)** : Tendance à surestimer l'information qui confirme ses hypothèses, ses décisions ou ses préjugés.
- **Conformisme (biais de)** : Soumission aux opinions, règles, normes, modèles de la mentalité collective ou du groupe auquel on a adhéré.
- **Conflit d'intérêt** : Désalignement d'objectifs.
- **Coûts irrécupérables** : Influence des décisions prises antérieurement (effort financier, en temps, en énergie) sur la décision de poursuivre ou non un projet.
- **Croyance** : Adhésion à une thèse ou à des hypothèses (croyances du moment) en les considérant comme vérité absolue ou assertion irréfutable, indépendamment des preuves qui confirment ou infirment.
- **Culturel (biais)** : Biais lié au fait d'appartenir à un type de culture (préférence pour un actif domestique)
- **Dissonance cognitive** : Rejet (ou rationalisation) des faits ou des informations contraires à ses opinions, idées préconçues ou croyances.
- **Disponibilité (heuristique de)** : Limitation du processus de raisonnement et de décision aux informations aisément disponibles et simplifiées à l'extrême.
- **Dotation (effet de)** : Aversion à se séparer d'un bien que l'on possède ou sur lequel on a un droit acquis en considérant qu'il vaut plus que le prix de marché.
- **Engagement (escalade d')** : L'effet d'engagement est le fait, après avoir agi une première fois, de ne pouvoir s'empêcher de continuer même si c'est une erreur
- **Effort (heuristique de l')** : Valeur excessive accordée à ce qui résulte de notre propre implication, de nos efforts.
- **Faux consensus (effet de)** : Tendance à estimer le comportement d'autrui à partir de ses propres préférences (surestimation du nombre de personnes partageant notre avis / croyances / attitudes).

- **Halo (effet de) :** Logique d'influence d'un élément sur un autre (favorable ou défavorable).
- **Mimétisme (biais de) :** Imitation volontaire ou inconsciente des modèles auxquels on cherche à s'identifier.
- **Optimisme / pessimisme (biais d') :** Surestimation / Sous-estimation de la survenue d'événements favorables / défavorables.
- **Oubli des concurrents :** Non-prise en compte des effets de la concurrence (notamment leurs réactions) dans les prévisions de succès.
- **Pensée de groupe :** Le groupe recherche davantage un accord global plutôt qu'à appréhender de manière réaliste la situation.
- **Planificateur (biais du) :** Tendance à sous-estimer le temps et le budget nécessaire à une réalisation tout en surestimant les bénéfices futurs.
- **Projection (biais de) :** Croyance que les préférences actuelles resteront inchangées.
- **Récence (effet de) :** Souvenir plus aisé des dernières informations auxquelles un individu a été confronté.
- **Représentativité (heuristique de) :** Généralisation inappropriée des observations faites à partir d'un petit échantillon, sans tenir compte des probabilités.
- **Saillance (effet de) :** Tendance à accorder davantage de poids ou d'attention à une information plus marquante / visible au détriment des autres.
- **Surabondance de choix (ou d'informations) :** Proposition d'une offre trop large rendant la prise de décision trop difficile (« tétanisé »). Autrement appelée « fatigue décisionnelle ».
- **Suivisme (biais de) :** Suivi des événements sans esprit critique.
- **Sur-confiance (biais de) :** Excès de confiance dans ses décisions ou dans l'occurrence d'un événement. Augmente avec l'accumulation d'informations et l'expertise.
- **Survivant (biais du) :** Surévaluation des chances de succès d'une initiative en concentrant l'attention sur les sujets ayant réussi mais qui sont des exceptions statistiques (des « survivants ») plutôt que des cas représentatifs.

## Bibliographie (par ordre chronologique)

- The Impossibility of Auditor Independence, Bazerman, M., K. P. Morgan, and G. Loewenstein. 1997
- Focusing On The Forgone: How Value Can Appear So Different To Buyers And Sellers, Z. Carmon, D. Ariely, 2000
- Stock Market Driven Acquisitions, A. Shleifer, and R.W. Vishny, 2003
- Delusions of success: How optimism undermines executives' decisions, D.Lovallo, D. Kahneman, 2003
- Agency Costs of Overvalued Equity, Michael C. Jensen, 2005
- Behavioral influences on the calculation of Expectations in Project Appraisal, A. Ashta, 2006
- Before You Make That Big Decision – Harvard Business Review, D. Kahneman, D. Lovallo, O. Sibony, 2011
- Behavioral Corporate Finance, U. Malmendier, 2018
- Behavioral Corporate Finance: Concepts and Cases for Teaching Behavioral Finance, H. Shefrin, 2d edition, 2018
- Noise, D. Kahneman, O. Sibony, C.R. Sunstein, 2021
- Analyse financière et évaluation d'entreprise, B. Husson, 2022
- A Study of How Behavioural Finance Theory Applies to the Senior Management Decision-Making Process in M&A, S. Moeller and R. Balsyte, 2022
- Are Business Valuers Biased? A Psychological Perspective on the Causes of Valuation Disputes, M. J. R. Broekema, N. Strohmaier, J. A. A. Adriaanse, and J.-P. I. van der Rest, 2022