

# L'INVESTISSEMENT VALEUR : GO FOR VALUE

PAR WILLIAM DE PRÉMOREL-HIGGONS

**L'investissement valeur (value investing), qui consiste à investir dans des actions décotées par rapport à leurs fondamentaux (ratios cours sur bénéfice, actif net, chiffre d'affaires ou autofinancement inférieurs à ceux du marché), est l'une des plus anciennes stratégies d'investissement. Il a notamment prouvé son efficacité lors de la dernière crise boursière.**

La première systématisation de l'investissement valeur, ou value investing, remonte à 1934 avec la publication de *Security Investing*, de Benjamin Graham et David Dodd, complétée par *The Intelligent Investor*, en 1949. Cette stratégie d'investissement parmi les plus anciennes a prouvé son efficacité lors de la dernière crise boursière.

L'investissement valeur postule qu'il est difficile d'effectuer des prévisions... surtout quand elles concernent l'avenir, et qu'il faut donc réaliser ses profits à l'achat. Or presque toutes les prévisions faites en 2000 se sont révélées fausses. Fidèle à Benjamin Graham, l'investisseur valeur en déduit qu'acheter des actions ayant un PER supérieur à 20 est un moyen assez sûr de perdre de l'argent. De fait, le PER du marché est passé de 24 en 2000 à 12 en 2003. Plus précisément, l'écart entre les PER les plus élevés et les plus bas s'est effondré, et les PER les plus bas (8/9) sont demeurés stables, ce qui a permis aux gérants valeur de paraître brillants sans se fatiguer : un gérant valeur digne de l'appellation avait des faibles PER en 2000, l'économie traditionnelle étant mal valorisée à cette époque.

Mais l'investissement valeur ne tire pas seulement sa légitimité de sa sensible surperformance depuis 2000. Au début des années 80, les tenants de la théorie moderne du portefeuille avaient mis ses bons résultats sur le compte de la chance ou d'une prise de risques supérieure à la normale. Depuis 1990, de nombreuses publications ont montré que ce n'était pas le cas :

Eugène F. Fama et Kenneth R. French, dans « The Cross Section of Expected Stock Returns », publié dans le *Journal of Finance* de juin 1992, ont enterré la théorie moderne du portefeuille en montrant que deux variables aisément mesurables, la taille et

l'actif net par action, capturent, combinées, la variation de rentabilité moyenne d'une action. Quand les tests permettent de faire varier le bêta indépendamment de la taille, il n'y a pas de relation évidente entre le bêta et la rentabilité. Or la théorie moderne du portefeuille suppose que le bêta capture seul les écarts de rentabilité entre les valeurs.

Capaul, Rowley et Sharpe, dans un article publié dans le *Financial Analysts Journal* de mars 1993, « International Value and Growth Stock Returns », ont montré que sur les principaux marchés, de 1963 à 1990, les « actions valeur » (celles qui ont un faible ratio cours/actif net) ont dégagé une meilleure rentabilité que les « actions croissance » (celles qui ont un ratio cours/actif net élevé). L'investissement valeur a eu des résultats plus satisfaisants en dehors des États-Unis, notamment en France, où sa rentabilité a été de 80 % supérieure à l'investissement croissance sur la période 1981-1992.

Un article de Josef Lakoniskok, Andrei Schleifer et Robert Vishny (*Working Paper* de l'Université de l'Illinois, février 1993) a démontré que, de 1963 à 1990 aux États-Unis, l'investissement valeur avait eu une volatilité, calculée sur plus d'un an, plus faible que l'investissement indiciel, et qu'il n'était donc pas plus risqué. En outre, l'investissement valeur était plus rentable que l'investissement croissance en période de baisse du marché, ce qui n'allait pas à l'appui de la thèse selon laquelle cet investissement est particulièrement risqué. Pour les vingt-cinq mois de plus forte baisse du marché américain sur la période considérée, les « actions valeur » ont chaque fois battu les « actions croissance ». Lakoniskok et ses coauteurs ont déterminé également quel était le meilleur des critères pour



Administrateur de la Sfaf et membre du comité valeurs moyennes de l'association, William de Prémorél-Higgons est, depuis 2000, directeur associé chez Evalfi et président du conseil de gestion de Siparex Small Cap Value Sarl. Il a exercé auparavant ses activités professionnelles au sein de différents établissements financiers et entreprises industrielles : sous-directeur affaires financières au sein d'International Bankers, responsable fusions-acquisitions chez Rhône-Poulenc, sous-directeur corporate finance chez BALL, contrôleur exploration-production chez Total, analyste financier chez Indosuez.

DOSSIER

L'INVESTISSEMENT VALEUR : GO FOR VALUE

..... l'investissement valeur. Selon eux, investir dans les sociétés qui ont le ratio cours/autofinancement le plus bas est plus efficace que d'investir dans des sociétés qui ont le ratio cours/actif net le plus bas.

En France, sur la période 1981-1988, Jacques Hamon et Bertrand Jacquillat ont montré que les petites valeurs ayant les plus faibles PER (les deux facteurs étant fortement corrélés) ont dégagé une meilleure rentabilité que les grandes : respectivement + 39 % et + 29 % (*Le Marché français des actions, études empiriques, 1977-1991*, page 224). Sur la période 1987-1995, Sophie Nivoix et Emmanuel Boutron ont démontré qu'un portefeuille investi avec la vingtaine de valeurs ayant le plus faible ratio cours/autofinancement aura eu une rentabilité annuelle moyenne de 36,6 %, contre 6 % pour le marché (« Les ratios pertinents à la Bourse de Paris », *Analyse financière*, décembre 1997).

Plus récemment, la clé du succès des stratégies valeurs a été recherchée dans la psychologie financière (*behavioural finance*). En 1998, dans *Contrarian Investment Strategies : The Next Generation*, David Dreman a montré que le succès des stratégies valeur dépendait notamment des différents effets de surprise sur les actions mal valorisées (dernier quartile) et les actions les mieux valorisées (premier quartile). En cas de surprise désagréable, les actions mal valorisées progressent comme l'indice après un an, alors que les actions bien valorisées sous-performent de 10,8 %. En revanche, en cas de surprise agréable, les actions bien valorisées gagnent 1,8 % et les actions mal valorisées 8,6 %. D'après Dreman, seuls 29 % des résultats trimestriels aux États-Unis ne sont pas surprenants (écart de + ou - 5 % par rapport au consensus) et la probabilité de ne pas avoir de surprise désagréable est de 1/110 pour dix trimestres.

Mais l'explication la plus satisfaisante est que les participants au marché financier ont besoin de repères (*anchor*). Une société qui a eu une forte croissance est donc supposée pouvoir maintenir cette caractéristique dans le futur, même si des travaux statistiques ont démontré que cette croyance n'était pas fondée (voir Chan, Karceski, Lakoniskok, « The Level and Persistence of Growth Rates », *University of Illinois Working Paper*, mars 2001). Les investisseurs valeur sont moins la proie de cette illusion que les autres investisseurs, et ce supplément de rationalité se traduit par une rentabilité plus élevée.

**UN INVESTISSEMENT QUI RESTERA MINORITAIRE EN DÉPIT DE SON EFFICACITÉ**

Les analyses qui précèdent n'ont pas convaincu. Les sociétés de Bourse françaises cherchent systématiquement à déterminer quelles sont les valeurs de qualité ayant un fort potentiel de croissance et recommandent beaucoup plus rarement à l'achat les valeurs bon marché, notamment parce que, face à une sous-évaluation manifeste, il est toujours possible d'arguer qu'on ne voit pas pourquoi cette situation changerait.

La prédominance de l'investissement croissance sur l'investissement valeur se traduit par le fait que, en 2001, sur 92 fonds small caps français, seuls 10 ont fait mieux que l'indice SBF Second Marché, lequel a surperformé de 46 % l'indice Nouveau Marché. Cela signifie, si la distribution des fonds Second Marché est symétrique par rapport à l'indice, que 72 fonds étaient plutôt Nouveau Marché.

De 1992 à 2002, le SBF 250 a crû de 115 % et le Second Marché de 128 %. Les 251 fonds actions françaises répertoriés par Standard & Poor's ont dégagé une rentabilité de 91 %, la sous-catégorie des 28 fonds petites capitalisations de 117 %, et 6 des 10 fonds les

plus rentables sont spécialisés en petites valeurs. En dépit de ces chiffres, les investisseurs surestiment le risque que représente l'illiquidité.

En définitive, les gérants de portefeuille et les analystes, comme les tireuses de cartes et autres pythies, ont une fonction sociale : rassurer ceux qui ont besoin de croire que l'avenir est prévisible. L'investissement valeur, qui ne remplit pas cette fonction, restera minoritaire en dépit de son efficacité.

“ Sur la période 1987-1995, un portefeuille investi avec la vingtaine de valeurs ayant le plus faible ratio cours/autofinancement dégagait une rentabilité moyenne de 36,6 % par an, contre 6 % pour le marché. ”

**L'EXEMPLE DE SIPAREX SMALL CAP VALUE**

Siparex Small Cap Value est un fonds fermé spécialisé en petites valeurs françaises coté au Luxembourg avec des possibilités de rachat tous les six mois. Fermé parce que l'incapacité statistique des fonds ouverts à battre leur marché est prouvée : de mars 1993 à mars 2003, seul un quart des fonds actions françaises survivants ont battu le SBF 250, alors qu'environ 50 % des fonds ont disparu sur cette période, en commençant par ceux qui avaient les plus mauvaises performances.

Croire qu'un gérant peut battre son marché sans savoir quel sera le montant des fonds gérés le lendemain, dans une semaine et dans un mois montre un optimisme irraisonné. Les investisseurs qui ne veulent que des produits liquides font penser aux consommateurs qui privilégient les produits sucrés même si c'est mauvais pour leur santé.

La politique d'investissement de Siparex Small Cap Value consiste à acheter les actions des sociétés qui ont un faible ratio cours/autofinancement et à les vendre quand elles ne répondent plus à ce critère. Le fonds ne s'interdit pas de prendre en considération la qualité du management, la stratégie et les perspectives de croissance, mais la première contrainte est de viser, pour le portefeuille, un ratio cours/autofinancement inférieur de 10 % au moins à celui du marché, tel que déterminé par une source reconnue indépendante.


Le fonds ne joue pas le rebond des actions qui ont sous-performé (toute action peut encore perdre 100 % de sa valeur) et ne considère pas qu'il faut céder les actions qui ont surperformé. La recherche de faibles ratios cours/autofinancement conduit à investir dans des sociétés dont la capitalisation boursière est généralement inférieure à la moyenne du Second Marché et dont les PER, cours/actif net et cours/chiffre d'affaires sont également faibles.

Le fonds :

- évite les sociétés endettées, n'investissant pas dans les sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure

à 50 % de la valeur d'entreprise; les valeurs de distribution ne sont pas soumises à cette contrainte;

- recherche dans l'univers des sociétés qui ont un faible ratio/cours sur autofinancement celles qui ont la meilleure rentabilité des fonds propres;
- évalue systématiquement les sociétés cibles avec quatre modèles d'évaluation fondés sur : le PER, les fonds propres hors incorporels, le rendement, celui-ci étant fonction de l'autofinancement disponible et du bénéfice; une valeur synthétique moyenne des quatre valorisations est ensuite calculée (l'autofinancement disponible intervient dans deux modèles d'évaluation sur quatre);
- accepte de se constituer une ligne progressivement; la disponibilité d'un bloc n'est pas une condition nécessaire pour une prise de participation;
- a un portefeuille dont la durée moyenne de détention est de trois ans.

Siparex Small Cap Value est statutairement investi à plus de 90 % et tend à être investi à 100 %, sur longue période la Bourse bat le marché monétaire. Le fonds ne se fixe pas d'objectif de répartition sectorielle. Le gérant touche un bonus de surperformance. En effet, le gérant capable de battre le marché dispose d'une rente qu'il monnaie en augmentant la taille des fonds gérés jusqu'à ce qu'ils dépassent ses capacités : en intéressant le gérant, on l'incite à rester en deçà de cette limite. De décembre 1993 à décembre 2002, Siparex Small Cap Value a dégagé une rentabilité de 204 %, contre 52 % pour l'indice SBF Second Marché dividende réinvesti. 

## CONCLUSION

**En définitive, la plupart des investisseurs oublie que personne n'a déterminé des facteurs quantifiables permettant d'établir pourquoi certaines entreprises croissent plus vite que d'autres, c'est-à-dire une théorie de la croissance des entreprises ou a contrario une théorie permettant de déterminer quelles entreprises feront moins bien que la moyenne. La sous-valorisation de certaines entreprises (faibles prix sur chiffre d'affaires, cash-flow, actif net, etc.) ne repose donc que sur la subjectivité des investisseurs. Les investisseurs valeureux de par leur pratique affirment que le modèle de la concurrence pure et parfaite est celui qui rend le mieux compte de la réalité et qu'ils ne cherchent donc pas à déterminer quelles sont les sociétés qui disposent d'un avantage compétitif pérenne, car ils sont sûrs que le jeu de la concurrence finira par le faire disparaître.**

Pour en savoir plus

- W. Scott Bauman, C. Mitchell Conover, Robert E. Miller, « Growth Versus Value and Large-Cap Versus Small-Cap Stocks in International Markets », *Financial Analysts Journal*, mars-avril 1998.
- Louis K. C. Chan, Jason Karceski, Joseph Lakoniskok, « The Level and

Persistence of Growth Rates », *University of Illinois Working Paper*, mars 2001

- Joseph Lakoniskok, Andrei Shleifer, Robert Vishny, « Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk », *Faculty Working Paper* 93-0128, University of Illinois.

- Sophie Nivoix, Emmanuel Boutron, « Les ratios pertinents à la Bourse de Paris », *Analyse financière*, décembre 1997.
- James P. O'Shaughnessy, *What Works on Wall Street* (Étude de l'efficacité de 17 stratégies d'investissement aux États-Unis sur 44 ans), Mac Graw Hill.

- Jacques Hamon et Bertrand Jacquillat, *Le Marché français des actions, études empiriques, 1977-1991*, page 224.
- David Dreman, *Contrarian Investment Strategies : The Next Generation*.