

PROFESSION : INVESTISSEUR « VALUE »

PAR WILLIAM DE PRÉMORÉL HIGGONS



William de Prémorél Higgons, de formation Sciences Po et INSEAD, est membre de la SFAF depuis 1982 (et en fut administrateur de 1997 à 2000). Depuis près de dix ans, il gère le fonds luxembourgeois Indépendance et Expansion (groupe Siparex) spécialisé en small-caps françaises. Sur sept ans, à fin septembre 2001, le fonds a dégagé une rentabilité de 13,2 % par an contre 4,7 % pour l'indice SBF Second Marché, son indice de référence.

Féru de statistiques, modeste, lucide, libre et farouchement indépendant, tel est le profil idéal de cet investisseur « qui refuse de tenir le discours attendu ». Portrait détaillé par William de Prémorél Higgons, qui décortique au passage quelques cas concrets, comme Bénéteau et Manitou.

L'investisseur « value » est un investisseur dont l'objectif est de se constituer un portefeuille d'actions qui auront une croissance égale ou supérieure à celle du marché, avec des ratios inférieurs. Il estime qu'il est quasiment impossible de déterminer à l'avance la croissance des sociétés cotées et que, statistiquement, les sociétés les mieux valorisées décevront tandis que les moins valorisées surprendront agréablement.

Lecteur de statistiques, l'investisseur « value » constate que, sur longue période, il suffit d'investir dans les sociétés qui

ont de faibles prix sur cash-flow, prix sur actif net, PER ou prix sur chiffre d'affaires (les « ratios ») pour battre son indice de référence. La plupart des études montrent que le prix sur cash-flow est un critère plus efficace que le prix sur actif net, et que ce dernier l'est plus que le PER. Les études qui s'intéressent au prix sur chiffre d'affaires jugent également ce critère plus efficace que le prix sur cash-flow (source : *What Works on Wall Street*). Ces différents ratios sont corrélés, ce qui rend quasiment impossible de séparer leur contribution respective.

DANS L'IMPOSSIBILITÉ DE PRÉDIRE L'AVENIR

Modeste, l'investisseur « value » estime être dans l'impossibilité de prévoir l'avenir et les investisseurs analystes qui prétendent le contraire se trompent, selon lui. Si le battement d'ailes d'un papillon en Inde peut provoquer un ouragan aux États-Unis, il n'est pas sûr que les sociétés ayant des ratios élevés présentent des perspectives si radieuses qu'elles justifient leurs ratios. Une étude récente (« *Persistence of growth rate* ») montre que les sociétés dont le bénéfice par action avait augmenté plus vite que la médiane trois ou cinq années de suite n'ont pas eu une croissance de bénéfice par

action supérieure à la médiane au cours des années ultérieures. Or, force est de constater que ce sont les valeurs de ce type qui sont généralement recommandées à l'achat avec des ratios élevés, parce qu'elles sont censées avoir des taux de croissance supérieurs à la médiane au cours des années futures.

L'investisseur « value » est incapable, en particulier, de répondre à la question : « comment et quand votre valeur sous-évaluée va-t-elle perdre cette caractéristique ? » Mais cette incapacité n'est pas très gênante : en choisissant des valeurs faiblement valorisées, on pioche dans un univers qui « surperforme » globalement le marché ; et donc, le portefeuille « surperforme », même si le déclenchement de la hausse est aléatoire (même a posteriori, il est difficile d'expliquer le doublement de la valeur de Bonduelle depuis un an). La logique voudrait que les investisseurs posent aux gérants et analystes qui privilégient la croissance et donc les ratios élevés la question suivante : « pourquoi les valeurs de votre portefeuille échapperaient-elles à la malédiction qui veut que les ratios élevés « sous-performent » sur une longue période ? » Or, la question est rarement posée. Des stratégies de croissance fonctionnent, mais elles doivent introduire des contraintes de valeurs.

DIVERGENCE AVEC L'INVESTISSEUR CROISSANCE

Original, l'investisseur value refuse de tenir le discours attendu : « je suis capable de discerner les stars de demain ». Discours d'autant plus facile à tenir que, sur un portefeuille de 50 valeurs, il est sûr qu'émergeront quelques stars. Et il est plus gratifiant de dire « j'ai vu en 1993, quand personne n'y croyait, que Manitou et Bénéteau avaient un fantastique potentiel de croissance », plutôt que « j'investis dans toutes les sociétés qui ont un prix sur cash-flow de trois » (et celles-ci affichaient ce ratio à l'époque). Le problème, pour l'investissement value, est que sa réussite nie sa validité : Bénéteau et Manitou étaient des actions « valeurs » de 1993 à 1998, mais

ont été considérées comme des valeurs de croissance de 1999 à 2000. Seuls les investisseurs value mettront en parallèle leur ratio élevé en 2000 et leur baisse en 2001. Les investisseurs croissance préféreront se concentrer sur la période 1996-1999 et oublier 1993-1998 et 2001. Cette originalité se retrouve dans le choix des sociétés analysées : la plupart des gérants et analystes essaient de trouver les valeurs qui, ayant un PER de 15, devraient avoir un PER de 22,5 ; et presque personne ne cherche les sociétés qui, ayant un PER de 9, devraient avoir un PER de 13,5. La concurrence tuant la performance, cette recherche de la sous-évaluation, dans un univers peu suivi, explique certainement une partie du succès des stratégies valeurs.

CONCLUSION

Il est sûr qu'il vaut mieux investir dans une société dont le bénéfice par action croît rapidement plutôt que l'inverse, mais l'on ne peut pas déterminer à l'avance les sociétés qui présenteront ces caractéristiques. Les stars d'« *in search of excellence* » ont rapidement déçu. Plus généralement, les sociétés qui ont enregistré une forte croissance sur trois à cinq ans n'ont pas eu une croissance du bénéfice par action exceptionnelle par la suite. Or, ce sont elles à qui l'on prévoit un avenir radieux. En outre, le marché, quand il arrive à anticiper une forte croissance, a tendance à la surpayer, probablement parce que tout le monde recherche ce type de société. Seuls les investisseurs très « sophistiqués » peuvent admettre qu'une société ayant un fort potentiel de croissance puisse être surévaluée. À ce titre, le fait que les PEG admissibles aient doublé en 2000 témoigne de l'impossibilité pour un investisseur normal d'admettre qu'une valeur de croissance puisse être surévaluée. Cette irrationalité des investisseurs croissance explique la réussite des stratégies valeurs.

BIBLIOGRAPHIE

- B. W. Scott, Conover C. Mitchell, and E. Miller Robert, March/April 1998 : **Growth versus Value and Large-Cap versus Small-Cap Stocks in International Markets**, Financial Analysts Journal.
- Chan Louis K.C., Karceski J., March 2001 :

The Level and Persistence of Growth Rates, an Joseph Lakosnishok, University of Illinois Working Paper.

- Lakosnishok J., Shleifer A., W. Vishny R., **Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk**, Faculty Working Paper 93-0128 University of Illinois.

- Nivoix S., Boutron E., décembre 1997 : **Les Ratios pertinents à la Bourse de Paris**, Analyse Financière.
- P. O'Shaughnessy J., Mac Graw Hill, **What works on Wall Street**, (Étude de l'efficacité de 17 stratégies d'investissement aux États-Unis sur 44 ans).