HAL
open science

Les exigences des actionnaires

Damien Carroz, Guillaume Texier

To cite this version:

Damien Carroz, Guillaume Texier. Les exigences des actionnaires. Sciences de l'Homme et Société. 1998. hal-01909751

HAL Id: hal-01909751

https://minesparis-psl.hal.science/hal-01909751v1

Submitted on 31 Oct 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

BIBLIOTHÈQUE
DE L'ÉCOLE DES MINES
60, boulevard St-Michel
75272 PARIS CEDEX 06
Téléphone : 40 51 90 56
IE 1 [392]

LES EXIGENCES DES ACTIONNAIRES

Les investisseurs institutionnels ont-ils pris le pouvoir dans les entreprises françaises ?

Consultation
sur place

Damien CARROZ
Guillaume TEXIER
Ingénieurs des Mines

[1998]

REMERCIEMENTS

Nos remerciements vont bien évidemment à toutes les personnes qui ont accepté de nous consacrer un peu de leur temps, qu'ils soient chefs d'entreprise, investisseurs, analystes, consultants ou universitaires.

Mais surtout, ce mémoire n'aurait pu aboutir sans les conseils fréquents et avisés de madame Frédérique PALLEZ (Ecole des Mines - Centre de Gestion Scientifique), qui l'a piloté, et de monsieur François PERIER (Atochem), qui en a constitué le terrain et qui nous a ouvert de nombreuses portes. Nous tenons à leur exprimer notre profonde reconnaissance pour l'énergie qu'ils ont consacré à cette étude.

TABLE DES MATIERES

TABLE DES MATIÈRES .....

INTRODUCTION **5**

PREMIÈRE PARTIE : DES ACTIONNAIRES EXIGEANTS **7**

L'OPA DES INSTITUTIONNELS SUR LE MARCHÉ DES ACTIONS DE LA BOURSE DE PARIS 8
Connaître ses actionnaires *8*
Le désengagement de l'Etat-actionnaire *9*
Les actionnaires de référence *9*
Les actionnaires individuels *10*
Les institutionnels étrangers *11*
Les institutionnels français *12*
L'O.P.A. des institutionnels sur le marché *12*
L'INFORMATION DES ACTIONNAIRES, VECTEUR D'INFLUENCE 13
Petits changements, grands effets *13*
Des effets à l'extérieur et à l'intérieur de l'entreprise 13
La combinaison participation minoritaire / volonté d'influence 14
Les "oppresseurs opprimés" *15*
La gestion dédiée 15
La gestion collective 16
L'activisme, partie visible de l'iceberg *17*
L'activisme a une ampleur limitée 17
La stratégie du parieur 17
La menace du vote avec les pieds *18*
L'information des actionnaires, vecteur d'influence *19*

DEUXIÈME PARTIE : LES EXIGENCES DES ACTIONNAIRES **21**

SANS UNION PAS DE FORCE 23
Il est difficile de juger de la performance *23*
Les gérants *25*
La professionnalisation 26
Des philosophies d'investissement différentes 26
Les analystes *29*
L'analyste ou la puissance du conseiller 29
La distinction sell-side / buy-side 30
Se différencier pour se vendre 31
Comment les gérants choisissent-ils les analystes ? 31
Les stratégies de différenciation 32
Les méthodes d'analyse sont plus subjectives qu'il n'y paraît *33*
Le choix des armes 34
La sensibilité aux conditions initiales 34
Les "facteurs mous" 36
Les paramètres spéculatifs 36
La diversité des opinions boursières laisse une marge de manœuvre à l'entreprise vis-à-vis des marchés *37*
PRÊT À PORTER OU SUR MESURE ? 40
Défilé de modes à Wall Street *40*
Le -tronics boom 40
Les conglomérats 41
Les valeurs sûres 42
Qu'est-ce qu'une mode ? *42*
Un problème de fond 42
Une réponse simple et générique 43
Les dangers de la mode 43
La création de valeur pour l'actionnaire *44*
Le problème de fond 44

Une solution simple et générique 44
Les inconvénients de la mode 45
Résister ou souscrire ? 46
Le recentrage sur le core business *48*
Le problème de fond 48
Une solution simple et générique 48
Les inconvénients de la mode 49
Résister ou souscrire ? 51
Le rôle de la communication financière *53*
Prêt à porter ou sur-mesure ? 53
L'image avant tout 53

CONCLUSION **56**

ANNEXE : LES MÉTHODES DE VALORISATION **57**

Les multiples *57*
Le PER 57
P/EBITDA, P/CF 59
La valeur d'entreprise 59
Autres multiples, autres méthodes 60
Les méthodes fondamentales : DCF et EVA *60*
Les DCF 61
Le coût du capital 62
Coût du capital en actions. 62
Coût de la dette 63
Coût moyen pondéré du capital 64
L'EVA 65
Les bêtas en question 66

MÉTHODOLOGIE **68**

Liste des personnes rencontrées *69*
Bibiliographie *73*

Introduction

Le 17 Septembre 1998 est une journée noire pour Alcatel, dont l'action perd en une journée près de 40% de sa valeur. Le contexte d'inquiétude généralisée sur les marchés financiers laissait bien entrevoir que des mouvements rapides étaient possibles, mais comment pouvait-on imaginer que la simple annonce de résultats moins bons que prévus (mais pour autant excellents) déclencherait un tel décrochage ? Les responsables sont vite désignés : il s'agit des actionnaires institutionnels étrangers, à qui ce léger manque de transparence a fait perdre confiance dans l'entreprise. Aux informations de 20h, un journaliste célèbre s'interroge : qui sont donc ces investisseurs, fonds de pension américains ou écossais, dont on parle tant et qu'on voit si peu ?

Cet épisode est symptomatique du malaise qui existe en France vis à vis des investisseurs institutionnels, qui ont pris des parts de capital importantes dans nombre de sociétés françaises. L'irruption sur les marchés boursiers européens de ces nouveaux actionnaires intrigue et fait peur : comment des acteurs aux préoccupations essentiellement financières seraient-ils en effet capables de prendre en compte correctement l'intérêt de long terme des entreprises dont ils sont actionnaires ? On imagine sans peine les écueils auxquels leur souci de rentabilité immédiate qu'on leur attribue peut conduire : réduction des investissements, plans sociaux, recentrage sur les seules activités génératrices de profits rapides, affaiblissement de l'entreprise face au risque d'OPA. La façon dont les entreprises se plient aux "modes" des marchés semble révélatrice de ces modes de pensée imposés par les nouveaux actionnaires : la création de valeur, qu'elle prenne la forme de *l'EVA (Economic Value Added)*, de la VCE (Valeur Créée d'Entreprise) ou du ROCE (*Return On Capital Employed*) est par exemple devenue un poncif des rapports financiers. La crise financière récente renforce l'impression que le pouvoir économique a quitté la France et que les entreprises françaises sont soumises à une dictature venue de l'extérieur. Médias, hommes politiques et syndicats s'allient pour dénoncer cette situation.

La grogne sociale (Le Monde, 1/5/1998)

Zéro pour cent d'augmentation générale pour 1998 ! La proposition de la direction générale a été prise comme une provocation par les syndicats. Alors que l'activité est en croissance, que de nombreux efforts ont été acceptés par le personnel ces dernières années, ils ne comprennent pas. Pour justifier sa position, la direction souligne qu'il lui faut gérer maintenant dans un contexte d'inflation nulle voire de baisse des prix. « Avec les primes d'ancienneté, très importantes chez nous, et notre politique de compétence, les salaires vont augmenter de 1,5% à 2% », ajoute-t-on dans le groupe.

Les syndicats y voient plutôt un premier signe pour mettre un terme à la longue tradition sociale d'Usinor. « Et tout cela pour plaire aux fonds de pension américains », peste Dominique Plumion, responsable CFDT à Sollac. [...]

Il ne faut cependant pas se laisser aller aux réactions épidermiques. La peur irraisonnée de l'étranger semble en effet largement responsable de la mauvaise presse dont souffrent les investisseurs institutionnels : les nouveaux actionnaires apparaissent secrets, lointains, puissants et donc *a priori* effrayants. Il n'est en réalité pas certain que leur influence sur la façon dont les entreprises françaises sont gérées soit si importante que cela.

Nous nous sommes attachés dans notre étude à déterminer de quelle marge de manœuvre les dirigeants d'entreprise disposaient réellement vis à vis de ces *pension funds*, *investment funds* et assimilés. Sont-ils forcés de se soumettre aux règles de gestion imposées par les marchés financiers quand bien même celles-ci leur sembleraient irrationnelles, ou peuvent-ils au contraire mener leurs affaires comme ils l'entendent ? En d'autres termes, les entreprises ont-elles vendu leur âme en vendant leur capital ?

La réponse que nous donnerons à cette interrogation pourra se résumer en trois points :

1. Les investisseurs institutionnels ont les moyens d'influencer les dirigeants. Même s'ils ne siègent pas dans les instances traditionnelles de représentation, telles l'assemblée générale ou le conseil d'administration, ils développent une autre forme de relation d'influence avec l'entreprise, qui passe à travers les rites de la communication financière et tire sa force de la menace implicite du "vote avec les pieds"
2. Les investisseurs institutionnels ne font pas pleinement usage de leur potentiel d'action élevé. Dans la pratique, les entreprises restent largement libres de leurs décisions stratégiques et les dirigeants ne se sentent pas oppressés. Cette situation est due au fait que les acteurs des marchés financiers ont des stratégies et des comportements étonnamment diversifiés, qui les amènent à prendre des décisions d'investissement divergentes face à une même situation. Ce morcellement des opinions ne leur permet pas de présenter un front uni et d'imposer un point de vue commun aux dirigeants des entreprises dans lesquelles ils ont des participations.
3. Si dans le cas général les investisseurs institutionnels laissent un champ d'action relativement ouvert au PDG, on constate cependant que sur certains sujets ciblés, les marchés boursiers deviennent unanimes et spéculatifs : il s'agit de "modes", au premier rang desquelles on trouve la création de valeur, le recentrage, la transparence. Il s'agit à notre sens de réponses "clé en main" à des questions fondamentales que se posent les investisseurs. Ces solutions ne sont pas inéluctables, et il est possible pour une entreprise de choisir une voie originale, si elle prend la peine de l'explique aux investisseurs au moyen d'une communication financière bien organisée.

L'analyse détaillée des processus de décision des investisseurs institutionnels permet donc de conclure que la liberté de manœuvre des PDG vis à vis des nouveaux actionnaires est finalement relativement large, à condition de respecter un certain nombre de règles de communication. Il est peut-être préférable de consacrer son énergie à comprendre les mécanismes d'investissement en jeu sur les marchés financiers plutôt qu'à crier au loup.

Première partie :
Des actionnaires exigeants

D'autre part, les actionnaires individuels sanctionnent rarement la direction en Assemblée Générale. L'activisme des petits porteurs est limité à des cas médiatiques, mais exceptionnels, comme celui d'Eurotunnel, et, selon les communicateurs financiers que nous avons rencontrés, les assemblées générales, dans leur très grande majorité, ne sont pas des défis stimulants qui emportent l'enthousiasme de l'équipe dirigeante. A ce titre, selon une étude du Journal des Finances (12 octobre 1995), 52% des actionnaires individuels considèrent également l'A.G. comme «une formalité administrative et juridique sans grande importance».

LES INSTITUTIONNELS ETRANGERS

Qui donc a remplacé l'État dans le paysage actionnarial français, si ce ne sont les actionnaires individuels français ? La réponse est à chercher du côté des institutionnels étrangers, qui sont passés en 1987 de 12% de la capitalisation boursière française totale à un peu près 30% aujourd'hui, et 40% pour les sociétés du CAC 40. Ils détiennent 50% de la capitalisation de Rhône Poulenc, dont 30% pour les seuls capitaux américains. Ces chiffres, qui datent de fin 1997, peuvent encore augmenter en raison de la crise asiatique et de l'avènement de l'Euro, qui devraient se traduire par un transfert de capitaux de l'Asie vers l'Europe.

Comme le montre l'exemple de Rhône Poulenc, la majorité de ces fonds sont anglo-saxons, du fait du phénomène des fonds de pension qui ont en charge la gestion de la retraite par capitalisation des *baby boomers*. Aux États-Unis, les institutionnels (banques, ***mutual funds*** et fonds de pension) gèrent près de 10 000 Milliards de dollars (14 fois la dette de l'État français), dont 30% pour les retraites. Ils investissent en France et en Europe afin de diversifier leurs portefeuilles et limiter leur exposition à la conjoncture de l'économie américaine et parce que les marchés boursiers européens sont actuellement moins chers que le marché américain.

On peut distinguer quatre types d'institutionnels américains :

les **banques**,

les **assurances**,

les ***mutual funds*** (Fidelity, Merrill Lynch, Capital,...), qui gèrent l'épargne privée comme en France les OPCVM ;

les ***pension funds*** ; parmi eux, on trouve des fonds privés, dépendants des grandes entreprises privées, et des fonds publics, qui gèrent les retraites des fonctionnaires.

Suivant les fonds, les entreprises ou administrations donnent une contribution fixée chaque année (*defined contribution*), indépendamment de la valeur du fond, ou garantissent des droits à la retraite (*defined benefit*) et abondent au fonds lorsque le rendement de celui-ci est insuffisant pour garantir les droits des salariés.

Mutual funds et *pension funds* sont les institutionnels les plus actifs et qui gèrent le plus de capitaux, ce sont donc eux qui ont retenu notre attention. Nous verrons plus en détail au cours de ce mémoire l'organisation de ces institutionnels étrangers, leurs critères de décision et leur comportement vis à vis de la direction des entreprises dans lesquelles ils investissent.

LES INSTITUTIONNELS FRANÇAIS

La part des institutionnels français dans la capitalisation boursière de Paris n'a, elle, pas progressé depuis 1977, et est restée autour de **23%** (23,4% dans la cas de Rhône Poulenc). On peut avancer deux raisons à cette part relativement faible : d'une part l'absence de système de retraite par capitalisation, qui aurait renforcé leur puissance financière. En dehors du débat de société sur le système de retraite, la création de fonds de retraite en France devrait engendrer un flux important de capitaux français vers les Bourses française et européennes en général, ce qui pourrait servir de contre poids à l'influence des investisseurs étrangers au sein des entreprises françaises.

D'autre part, à capital à gérer égal, les institutionnels français investissent moins sur le marché actions que leurs homologues anglo-saxons. Ces derniers plaçaient en moyenne en 1990 38% de leurs actifs en actions, contre moins de 20% pour les institutionnels français. Outre Atlantique, ces pourcentages ont augmenté en raison de l'attrait de Wall Street, comme le montre l'exemple de Calpers qui a investit 63% de ses actifs en actions. En raison de la hausse de la Bourse de Paris, on peut s'attendre à observer une évolution comparable en France.

La création en France de fonds de retraite devrait changer non seulement la puissance financière des institutionnels français, mais également leur attitude, au vu de l'exemple américain. En effet, aux États-Unis, l'apparition de la *corporate governance* et celle des *pension funds* sont intimement liés. Le marché des capitaux a été radicalement transformé, en gagnant en liquidité et en volume : alors qu'auparavant, seules les grandes entreprises pouvaient lever en masse des capitaux, des investisseurs financiers ont eu à leur tour cette possibilité et ont lancé la grande vague d'OPA et de raids des années 80. La perte d'indépendance des dirigeants des grands groupes a alors profondément changé leurs relations avec leurs actionnaires, qui se sont montrés de plus en plus exigeants. Le phénomène de *corporate governance*, dont nous reparlerons dans la deuxième partie, a été introduit en France par ces institutionnels anglo-saxons. Il devrait s'accentuer avec l'apparition de fonds de retraite français.

L'O.P.A. DES INSTITUTIONNELS SUR LE MARCHE

Comme nous venons de le voir, les actionnaires dominants, tant au niveau de la détention du capital que de la formation du cours de bourse, sont les institutionnels, en particulier étrangers. Ils contrôlent plus de 50% de la capitalisation boursière totale, voire plus de 60% pour les grandes sociétés du CAC 40, et sont les acteurs les plus actifs du marché, c'est à dire les actionnaires changeant le plus souvent de participations.

Ces actionnaires dits minoritaires, dans la mesure où leurs participations individuelles sont très faibles, de l'ordre de 1%, détiennent donc dans leur ensemble la majorité du capital des grandes sociétés françaises, ce qui est une situation nouvelle en France, où, fin des années 80, dans plus de 80% des sociétés cotées, un actionnaire principal contrôlait plus de 25% du capital.

A situation actionnariale nouvelle, comportements nouveaux. Nous allons nous pencher maintenant sur le pouvoir qu'ont acquis au sein des grandes entreprises françaises ces actionnaires institutionnels et les relations qu'ils entretiennent avec les équipes dirigeantes.

L'INFORMATION DES ACTIONNAIRES, VECTEUR D'INFLUENCE

PETITS CHANGEMENTS, GRANDS EFFETS

La structure du capital social des grandes entreprises françaises a évolué, on l'a vu. Il ne s'agit pas là d'une révolution : après tout la période des nationalisations, puis quelques décennies plus tard celle des privatisations ont été marquées par des modifications autrement plus rapides et plus importantes des actionnariats de certaines entreprises. Renault par exemple est passée en un demi-siècle d'un capital familial au contrôle par l'Etat, puis à un actionnariat majoritairement privé. L'arrivée des investisseurs institutionnels ne constitue ainsi qu'une modification mineure de la propriété de l'entreprise, si on la compare au bouleversement qu'a constitué pour nombre de grandes entreprises françaises le passage du public au privé au début des années 90.

Des effets à l'extérieur et à l'intérieur de l'entreprise

Un certain nombre de signes montrent cependant que cette évolution n'est pas sans conséquences sur la façon dont les entreprises sont pensées et gérées.

Il faut tout d'abord noter que le partage du pouvoir entre les actionnaires et les dirigeants a récemment fait l'objet d'une attention redoublée de toutes parts. Ainsi la *corporate governance* est-elle soudainement devenue un sujet de réflexion incontournable dans les milieux dirigeants et universitaires : le rapport Viénot (du nom du PDG de l'époque de la Société Générale), paru en juillet 1995 et qui proposait un certain nombre de mesures destinées à améliorer la façon dont les entreprises étaient "gouvernées", a fait date. On ne peut guère imaginer que c'est la pression des associations de petits actionnaires qui a poussé à cette prise de conscience des cercles patronaux, et il faut plutôt voir là la marque de l'influence des fonds de pension américains. En parallèle à ce mouvement de réflexion des articles décrivant (et souvent déplorant) les méthodes d'intervention musclées de certains fonds d'investissement anglo-saxons fleurissent dans la presse française.

Mais c'est surtout à l'intérieur des entreprises qu'on constate que les choses ont changé. Il n'est pas facile de présenter de données chiffrées sur ce que sont les préoccupations des PDG, mais il est certain que les questions relatives au comportement de leurs actionnaires en font maintenant partie : "tel gérant américain du fin fond de l'Arkansas peut faire chuter le cours de mon action, tel analyste de moins de quarante ans peut retourner l'opinion boursière sur mon entreprise ; quel est le mode de fonctionnement de ces gens-là ?". Les investisseurs institutionnels, puissants et souvent secrets, suscitent bien plus d'inquiétude que l'Etat-actionnaire ou les petits porteurs ne pouvaient le faire. Cela s'est traduit entre autres par le fait que les services d'information financière ont été étoffés et ont embauché d'anciens analystes qui se chargent spécifiquement des contacts avec la communauté financière, et qui ont souvent l'oreille des dirigeants, qu'ils informent de l'opinion des marchés.

L'évolution de la communication financière

Les services de communication financière ont été les témoins privilégiés de l'évolution de la place de l'actionnaire. Intermédiaire désigné entre l'entreprise et ses propriétaires, il est en effet normal que le communicateur financier organise son travail en fonction de l'importance de ces derniers. Les témoignages montrent qu'au début des années 80, la fonction était quasiment inexistante : les rares analystes qui avaient l'audace de vouloir rencontrer quelqu'un dans une entreprise étaient conviés à une relecture à peine commentée du dernier rapport annuel par le directeur financier. Petit à petit, des entreprises de plus en plus nombreuses ont compris la nécessité de se doter d'un service entièrement dédié à la communication avec les actionnaires. Il s'agissait alors souvent d'une personne seule, chargée de répondre aux requêtes les plus diverses, parfois responsable par ailleurs de la publication du rapport d'activité. Aujourd'hui les services de communication financière sont relativement étoffés (entre 3 et 10 personnes pour les grandes entreprises françaises). Ils sont très souvent scindés en deux groupes aux fonctions assez dissemblables

- Celui chargé des actionnaires individuels s'occupe comme son nom l'indique des relations avec les petits porteurs. Il s'agit essentiellement de répondre à des questions simples, souvent d'ordre fiscal (taxe sur la plus-value) et rarement en rapport direct avec l'activité de l'entreprise.

- Le groupe chargé des relations avec les institutionnels gère quant à lui la relation quotidienne avec les gérants de fonds, les analystes et parfois les journalistes de la presse financière. Bien que le nombre d'interlocuteurs soit nettement moins important que dans le cas des individuels, la fréquence des communications avec chacun est beaucoup plus importante, et les questions plus précises. Au rôle d'information des institutionnels vient se rajouter une fonction de remontée d'information : les dirigeants aiment savoir ce que la communauté financière dit de leur entreprise, pour pouvoir dans la mesure du possible "piloter" le cours de bourse. Enfin, il n'est pas rare qu'une personne de ce groupe ait pour tâche supplémentaire de faire de la veille concurrentielle. Dans la mesure en effet où la quantité d'informations livrées par les entreprises aux marchés financiers est de plus en plus grande, la lecture des rapports d'analyse consacrés à ses concurrents ne peut être qu'instructive. De même, les gérants de fonds, qui ont souvent accès aux PDG de toutes les entreprises d'un secteur d'activité, peuvent être la source d'informations très intéressantes.

La combinaison participation minoritaire / volonté d'influence

Si les choses ont ainsi pris de l'ampleur alors que l'évolution de l'actionnariat pouvait paraître peu importante, c'est que les nouvelles catégories d'actionnaires combinent pour la première fois deux facteurs a priori contradictoires : une prise de participation minoritaire, et la volonté cependant de peser sur le cours des choses. En effet, les actionnaires traditionnels étaient soient majoritaires (l'Etat-actionnaire, les familles) auquel cas ils prenaient légitimement en main la gestion de l'entreprise (entre autres en nommant les dirigeants), soient minoritaires (les petits porteurs) auquel cas leur rôle était assez limité. Les investisseurs institutionnels (et dans une moindre mesure les associations d'actionnaires individuels) ont bouleversé cette logique, en associant une participation faible (au mieux quelques pour cents) à une volonté d'intervenir ou du moins de ne pas se laisser faire. Il faut remarquer que dans le

même temps, les actionnaires individuels se sont organisés au travers d'associations de défense, sortant ainsi de leur silence.

	Silencieux	Actifs
Faible participation	- Petits porteurs	
Forte participation		- Familles - Etat

Situation en 1988

	Silencieux	Actifs
Faible participation	- Petits porteurs	- Investisseurs institutionnels - Associations de petits actionnaires
Forte participation		- Familles

Situation en 1998

LES "OPPRESSEURS OPPRIMES"

Il est surprenant a priori que les nouveaux actionnaires s'intéressent tout à coup de manière bien plus étroite à la façon dont les entreprises dans lesquelles ils ont des participations sont gérées. Il faut aller plus loin que l'explication simple consistant à dire que les plus grands investisseurs institutionnels sont américains et que les américains sont traditionnellement plus interventionnistes, en matière de finance comme dans d'autres domaines... Pour mieux comprendre la raison qui pousse les investisseurs institutionnels à agir, il faut s'intéresser à la façon dont la gestion de leurs fonds est organisée. On se rend alors compte que le gérant avec lequel le service de l'entreprise est en contact n'est qu'un maillon d'une chaîne, et qu'il se contente de répercuter sur l'entreprise dans laquelle il a des participations la pression qui s'exerce sur lui. C'est en ce sens qu'on peut parler "d'oppresseurs opprimés".

La gestion dédiée

Les retraites américaines sont par exemple investies suivant le modèle de la gestion dédiée :

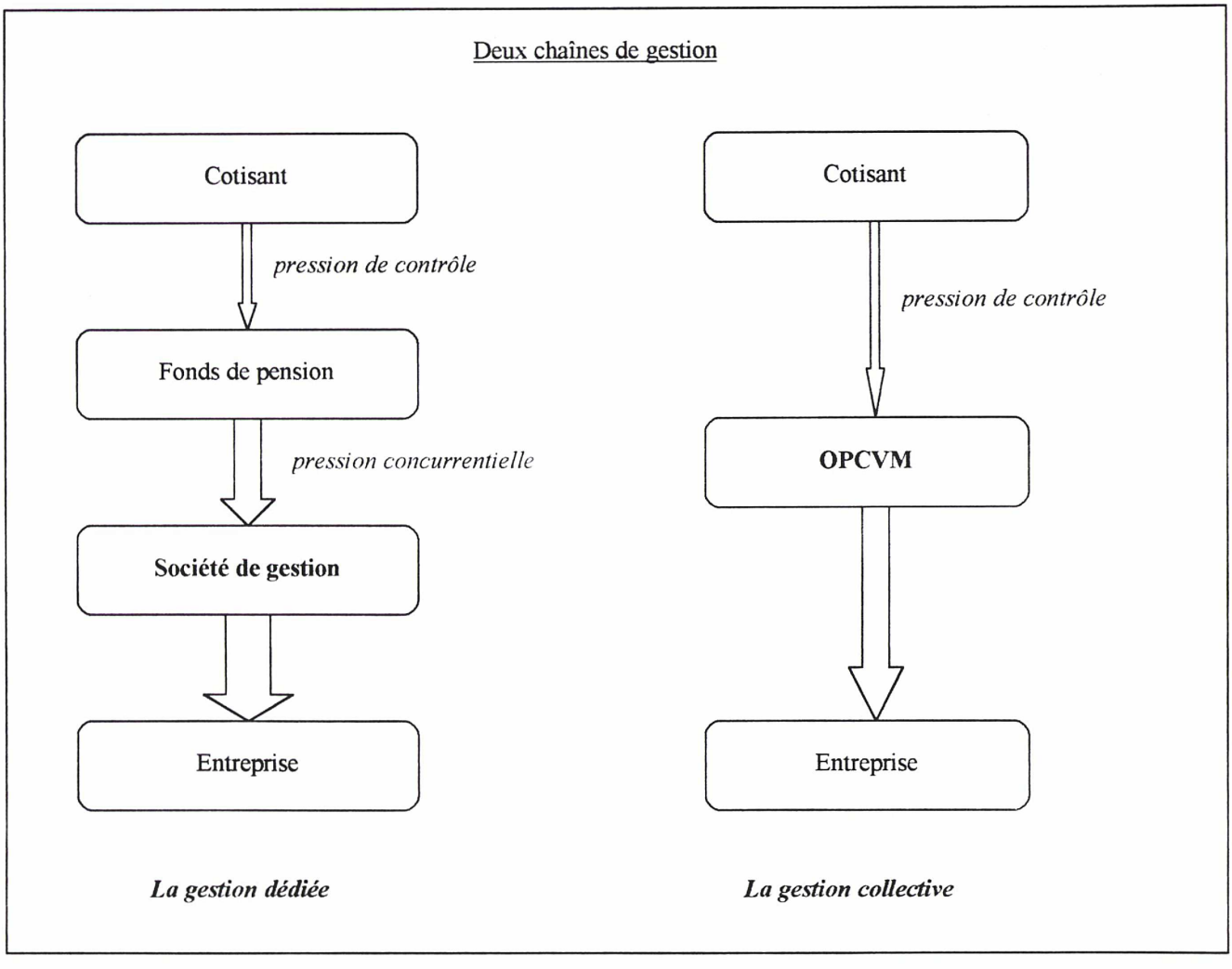
- Dans un premier temps, le cotisant confie ses fonds à un *pension fund*, par exemple le fonds des fonctionnaires de Californie (CalPers) ou celui des employés de General Electric. C'est lui qui constitue "l'investisseur institutionnel" au sens strict.
- Le *pension fund* fait appel à des gérants extérieurs (comme JP Morgan Investment ou Wellington par exemple) pour prendre les décisions d'investissement. En effet, seuls quelques très grands fonds disposent d'équipes internes de recherche.
- Les gérants décident des entreprises dans lesquelles il est judicieux de prendre une participation.

La pression s'exerce à tous les niveaux de cette chaîne : entre le cotisant et le *pension fund*, il s'agit d'une pression de contrôle forte, car le fonds gère ce qui constituera la seule retraite de ses adhérents. Entre le *pension fund* et les gérants qu'il choisit, il s'agit d'une

pression concurrentielle, car les contrats de gestion sont évidemment très recherchés. Le travail du *pension fund* consiste d'ailleurs essentiellement à choisir la manière dont les fonds seront alloués, et à modifier cette allocation en fonction des performances de chacun. La chaîne des intermédiaires successifs aboutit à l'entreprise dans laquelle le gérant a pris une participation, et qui est soumise par conséquent à une surveillance plus rigoureuse qu'auparavant : chacun devant rendre compte de ses résultats au maillon précédent, il est en effet naturel qu'on exige beaucoup du dernier maillon.

La gestion collective

En France, on constate une évolution du même type, mais d'ampleur moindre. Comme l'équivalent des fonds de pension n'existe pas, la gestion dédiée a une importance beaucoup moins grande. Là où on la met en œuvre (pour la gestion des fonds des compagnies d'assurance par exemple), la pression concurrentielle est très souvent réduite à sa plus simple expression par l'existence de situations de monopole : AXA Gestion a par exemple l'exclusivité de la gestion des fonds d'AXA.



En contrepartie de cela, la gestion collective joue en France un rôle important au travers des OPCVM dont les particuliers sont friands : le nombre de maillons est ici réduit à

trois puisque l'intermédiaire «fonds de pension» n'existe plus. Le souscripteur prend directement une participation dans un fonds collectif, qui investit à son tour dans les entreprises qu'il choisit. Jusqu'à peu, les gérants de ce type de fonds ne se sentaient soumis à aucune pression : ni concurrentielle, le client étant relativement captif, ni de contrôle car le gérant est protégé par le nombre et l'anonymat de ses souscripteurs. La situation évolue cependant dans le sens d'une concurrence réelle, et les gérants français d'OPCVM que nous avons pu rencontrer se montrent maintenant préoccupés par les classements hebdomadaires (comme celui édité par MICROPALE) qui sont devenus de véritables couperets.

L'ACTIVISME, PARTIE VISIBLE DE L'ICEBERG

L'influence que les investisseurs institutionnels exercent sur les entreprises se traduit en premier lieu par des opérations commando très voyantes, bien organisées et extrêmement gênantes pour les dirigeants, qui se voient par exemple interpeller en assemblée générale. C'est ce que nous appelons pour notre part la partie visible de l'iceberg, sous-entendant par là qu'il existe une partie immergée et invisible plus importante. Les interventions bruyantes dont les médias se font régulièrement l'écho sont en effet ponctuelles, menées par un nombre restreint d'acteurs identifiés, en des occasions extrêmes où la gestion de l'entreprise prête sans contestation possible le flanc à la critique.

L'activisme a une ampleur limitée

Si on prend l'exemple de Calpers, qui gère les retraites des fonctionnaires californiens (soit 125 milliards de dollars) et qui est souvent cité comme l'archétype du fonds de pension activiste, on s'aperçoit après une analyse un peu détaillée de sa charte d'investissement que son activisme est relativement sélectif : le programme "*Corporate Governance*" consiste à choisir chaque année 10 entreprises parmi celles qui ont les plus faibles rentabilités du portefeuille et à en faire la cible d'une action spécifique. Le nombre d'entreprises concernées est donc assez faible si on le compare aux plus de 500 qui composent le portefeuille d'actions. CalPers affiche d'ailleurs clairement qu'elle n'a "ni les ressources, ni l'expertise nécessaire pour gérer les entreprises dans lesquelles elle a des participations". L'intervention se justifie dans les cas extrêmes, mais ne saurait aucunement aller jusqu'à diriger à la place du dirigeant. Dans le même ordre d'idées, on constate que les investisseurs institutionnels refusent généralement de siéger aux conseils d'administration quand on le leur propose, en faisant remarquer qu'ils passeraient tout leur temps en réunions s'ils acceptaient de participer à la gestion des centaines d'entreprises qui composent leurs portefeuilles. C'est la raison pour laquelle ils investissent dans des entreprises dont l'équipe dirigeante à la capacité de faire prospérer l'entreprise sans leur aide.

La stratégie du parieur

Il s'agit là d'une raison fondamentale qui explique que l'activisme observé des investisseurs institutionnels constitue l'exception et non la règle : quand certaines catégories d'actionnaires (les familles ou l'Etat-actionnaire) ont d'autres préoccupations en plus de leur attente de rentabilité boursière (contrôle pour les familles, service public pour l'Etat), l'investisseur institutionnel a ceci de commun avec l'individuel qu'il recherche uniquement la rentabilité de son investissement ; et l'influence qu'il peut exercer sur le management d'une

entreprise ne se justifie que dans la mesure où elle lui permet d'améliorer cette rentabilité. Etant donné leur puissance financière, il serait facile par exemple aux grands fonds de pension américains d'adopter une stratégie d'"entraîneur", c'est à dire dans chaque secteur d'investir massivement dans l'entreprise qui leur paraît la plus compétitive, d'en prendre le contrôle et de peser sur sa destinée. Cette méthode n'est pas celle des gérants de fonds : les théories financières et le simple bon sens leur suggèrent qu'il est plus judicieux pour investir de diversifier les risques et de limiter les participations pour pouvoir sortir aisément du capital d'une société. Leur logique est donc plus une logique de "parieur" : ils étudient toutes les entreprises d'une branche d'activité, sélectionnent celles qui leur semblent devoir mieux réussir, et prennent des participations minoritaires sans imposer de vision stratégique à la direction. Sur un champ de course, l'entraîneur, qui achète un cheval une fois pour toutes et le fait progresser, et le parieur, qui mise son argent au départ de chaque course et se contente ensuite de regarder, ne font pas du tout le même métier ; un parieur trouverait incongru qu'on lui demande d'entraîner le cheval sur lequel il parie. De la même manière, le gérant de fonds se refuse le plus souvent à intervenir dans la gestion de l'entreprise dont il a des actions, car ce n'est pas son métier.

LA MENACE DU VOTE AVEC LES PIEDS

L'investisseur institutionnel ne prend donc en général pas de part active au management de l'entreprise. Mais paradoxalement, son influence sur les décisions de l'équipe de direction n'est pas nulle pour autant. Il dispose en effet d'une menace très puissante : le cours de bourse. Comme les autres actionnaires sont assez peu liquides (les individuels par exemple vendent en moyenne une fois tous les 4 ans), les institutionnels sont en très grande part responsable de la formation au jour le jour du cours d'une action. S'ils décident de vendre, le cours baisse mécaniquement. Et il se trouve que c'est souvent la façon qu'ils choisissent d'exprimer leur mécontentement : une enquête anglaise montre qu'en cas de désaccord avec le management d'une entreprise, 60% des institutionnels anglais choisiraient de réduire ou retirer leur participation (contre 40% qui préféreraient tenter de faire pression sur les dirigeants). C'est ce que l'on nomme couramment le "vote avec les pieds", façon imagée de signifier que certains actionnaires ont d'autres façons de donner leur opinion que de voter "avec les mains". Ce n'est pas un vote franc et affiché : les investisseurs qui veulent vendre des participations n'ont aucun intérêt à provoquer de mouvements spéculatifs à la baisse. C'est pourquoi ils ne s'expriment le plus souvent qu'en privé et vendent par petites tranches successives.

Cette menace est une véritable épée de Damoclès pour les PDG, et ce pour plusieurs raisons :

- Depuis le milieu des années 80, la menace d'OPA plane sur les entreprises. Celles qui ont un cours de bourse "trop bas" sont naturellement les plus exposées. Le changement de propriétaire s'accompagnant souvent d'une régénération de l'équipe dirigeante et de restructurations massives, on comprend que cette perspective suscite beaucoup d'inquiétude.
- Il est important pour une entreprise d'avoir un cours de bourse élevé si elle veut pouvoir lever des capitaux sur les marchés financiers pour financer sa croissance.
- De plus en plus de dirigeants reçoivent des stock-options qui lient leur intérêt financier personnel au cours de bourse de l'action. Les sommes mises en jeu sont

considérables, le but avoué étant de faire coïncider les intérêts des managers avec ceux des actionnaires.

- Enfin, il ne faut pas négliger l'effet "psychologique" du cours de bourse. Alors qu'il y a quelques années, une entreprise était jugée par le public à son chiffre d'affaires ou à ses résultats, c'est maintenant le cours de l'action qui est devenue l'arbitre des élégances. Les médias jugent ainsi de la qualité d'un PDG essentiellement à la façon dont le cours de bourse de son entreprise a évolué pendant son exercice.

L'INFORMATION DES ACTIONNAIRES, VECTEUR D'INFLUENCE

L'investisseur institutionnel dispose donc d'une arme puissante qui oblige le chef d'entreprise à écouter ce qu'il a à dire. Elle n'est jamais ouvertement utilisée, et aucun gérant ne dira : "si vous ne faites pas ce que je dis, je fais chuter votre cours en vendant mes actions". Mais le dirigeant est tout à fait conscient des effets que le départ d'un actionnaire, même s'il est minoritaire, pourrait avoir, et cette menace est constamment sous-jacente quand les représentants de l'entreprise et ceux de l'actionnaire se rencontrent, c'est à dire lors des réunions de communication financière.

Dans la mesure en effet où les investisseurs institutionnels se désintéressent relativement des assemblées générales (au cours desquelles la plupart d'entre eux votent malgré tout depuis qu'un décret américain les y oblige) et refusent de siéger au conseil d'administration, les occasions de contact avec l'entreprise sont réduites aux rendez-vous traditionnels d'information des actionnaires : *road-shows*, *one-to-one*, *conference-calls*... Le message de l'investisseur institutionnel à l'entreprise, quand il y en a un, ne peut s'exprimer qu'à ces occasions, qui voient ainsi leur finalité détournée : alors que l'information n'est censée circuler que dans un sens lors de ces réunions (le sens "informationnel", de l'entreprise vers l'actionnaire), celles-ci permettent aussi aux actionnaires de faire remonter leurs préoccupations. Cela ne se fait pas de manière visible, et il s'agit plutôt d'un jeu de devinettes pour le dirigeant : à travers les questions posées par ses interlocuteurs, il peut déterminer leurs centres d'intérêt et deviner éventuellement les directions dans lesquelles ils souhaiteraient que l'entreprise aille. L'actionnaire est parfaitement au courant de ces rites, et il joue de l'art de répéter certaines questions de manière insistante pour bien exprimer son point de vue. Si nombre d'entreprises françaises ont par exemple adopté les indicateurs de "création de valeur", c'est parce que leurs PDG ont eu à répondre en *road-shows* à des questions de plus en plus nombreuses et de plus en plus précises à ce sujet : "avez-vous créé de la valeur cette année ?", "quel est votre coût du capital ?", "quelle est votre EVA ?" (Economic Value Added). Il était clair dès lors que se plier à cette exigence des marchés ne pouvait qu'être bénéfique au cours de bourse, et cela a été le cas.

La relation "ordinaire" d'influence de l'actionnaire sur l'entreprise passe à notre avis moins par l'activisme bruyant que par des schémas de ce type : pas d'injonctions, ni même de recommandations directes, mais des questions insistantes, parfois répétées, qui ont d'autant plus de force que derrière elles se profile la menace jamais exprimée du "vote avec les pieds".

Les rendez-vous de la communication financière

Au fur et à mesure que l'activité de communication financière se développait en France, la façon dont elle s'organisait s'est standardisée, en se rapprochant petit à petit de ce qui se faisait aux Etats-Unis. Aujourd'hui, l'information aux actionnaires des grandes entreprises françaises s'organise autour d'un certain nombre de rendez-vous incontournables :

- **Les road-shows** : ce sont des réunions de présentation des résultats et de la stratégie de l'entreprise, auxquelles les analystes et des gérants d'une place financière donnée sont invités (Paris, Londres, New York). Si on parle de "road-show", c'est que les grandes sociétés françaises, dont l'actionnariat est multinational, ne peuvent plus se contenter de présenter leurs résultats simplement à Paris. C'est pourquoi il est d'usage que l'état-major (directeur financier, responsable de la communication financière, éventuellement directeurs de grandes branches d'activité, PDG pour les réunions les plus importantes) passe une semaine à faire la promotion de son entreprise à travers le monde. Londres et New-York sont incontournables, Boston constitue le siège des plus puissants investisseurs américains, et il est de plus en plus fréquent qu'une étape en Asie soit programmée. En fonction de la répartition de l'actionnariat, des destinations plus inattendues peuvent s'ajouter à ce tronc commun : Zurich, l'Ecosse (le fonds de pension des Scottish Widows est relativement important), la Pennsylvanie... Les réunions consistent en une présentation d'une heure suivie d'une heure de questions.

- **Les one-to-one** : les actionnaires importants, ou ceux qui sont susceptibles de le devenir, ont la possibilité de rencontrer individuellement un membre du management de l'entreprise. Suivant la participation détenue, il peut s'agir du responsable de la communication financière, du directeur financier ou du PDG lui-même. Ces entretiens peuvent se dérouler soit au siège de l'entreprise, quand l'actionnaire ou un de ses analystes se déplace, soit dans les locaux de l'actionnaire, au cours d'une semaine de "road-shows". Ces contacts sont plus interactifs que dans les road-shows : les questions de l'investisseurs peuvent être plus nombreuses et donc plus précises.

- **Les relations téléphoniques** : elles constituent le quotidien de la communication financière. La plupart du temps, les gérants ou les analystes appellent le responsable de la communication financière pour obtenir des précisions sur un évènement récent et ses conséquences prévisibles sur les résultats de l'entreprises. Il arrive que le PDG ou le directeur financier veuillent informer la communauté financière directement d'un changement de stratégie ou d'un nouveau facteur important. Dans ce cas, on organise des conference-calls qui peuvent s'adresser à plusieurs dizaines d'intervenants en même temps.

- Enfin, il ne faut pas négliger les divers petits-déjeuners, visites de sites de production, voyages etc. organisés soit par l'entreprise elle-même, soit par la SFAF (Société Française d'Analyse Financière) soit par certaines sociétés de bourse. Ils ont souvent pour but d'attirer de nouveaux investisseurs ou de rappeler l'entreprise au bon souvenir des analystes.

Deuxième partie : Les exigences des actionnaires

Nous avons constaté que l'entrée dans le capital des grandes entreprises françaises des investisseurs institutionnels, et en particulier des anglo-saxons, n'était pas passée inaperçue. S'ils ne siègent pas aux conseils d'administrations, ces nouveaux actionnaires savent cependant très bien se faire entendre des dirigeants d'entreprise par d'autres voies.

Il est logique de s'interroger à présent sur le *contenu* du message qu'ils font passer au travers de leurs questions et de leurs remarques lors des réunions d'information financière : que veulent-ils réellement ? et surtout, de façon plus opérationnelle, que voudront-ils l'année prochaine ? Cette question est bien sûr très liée à celle des *critères de gestion* utilisés par les investisseurs : puisque les gérants sanctionnent les "mauvaises" entreprises en vendant leurs actions, on en saura plus sur ce qui rend une entreprise "mauvaise" ou "bonne" en étudiant les différents facteurs qui conduisent généralement à prendre une décision d'achat ou de vente d'actions.

Des entretiens avec des gérants et des analystes permettent d'établir que les marchés financiers sont le lieu d'un subtil équilibre entre deux forces opposées : la diversité et le monolithisme. D'un côté, tous les acteurs sont soumis à de fortes pressions concurrentielles, ce qui les pousse à chercher à se singulariser : par l'opinion qu'ils ont sur une entreprise, par leur méthode ou par leur comportement. De l'autre, chacun sait "qu'on ne peut pas avoir raison contre le marché", et cela induit des bulles spéculatives, périodes au cours desquelles les acteurs adoptent des stratégies d'imitation, faute de se sentir assez sûrs d'eux pour aller dans le sens contraire de la majorité.

Savoir de quel côté la balance penche entre les deux comportements est un problème polémique[1] : la plupart des chefs d'entreprise suggèreront que les marchés sont moutonniers et qu'ils leur imposent des "modes" de gestion éphémères et douteuses. Nombre d'analystes "fondamentalistes" argueront pour leur part que le cours de bourse n'est pas un élément de décision pour eux et qu'ils travaillent sans regarder ce que font leurs collègues et concurrents.

Nos rencontres et nos lectures nous poussent à affirmer que la diversité est un facteur explicatif important du fonctionnement des marchés financiers. Elle est évidente aux Etats-Unis, et elle prend de plus en plus d'ampleur en France. Cette recherche de singularité dont tous les acteurs font preuve est une chance pour les entreprises, qui peuvent toujours espérer trouver un investisseur intéressé par leur stratégie pour peu qu'elle ne soit pas trop irrationnelle. Nous ne nions pas pour autant que les investisseurs ont parfois des comportements spéculatifs. Ces comportements se traduisent pour les entreprises par un certain nombre de "canons" de gestion, comme les indicateurs de création de valeur ou le recentrage, que les investisseurs institutionnels aiment voir respectés et qu'ils valorisent dans le cours d'une action. Il ne faut cependant pas qualifier trop vite les marchés "d'irrationnels", et nous verrons dans le dernier chapitre comment on peut interpréter ces tendances.

---

[1] André Orléan, chercheur au CREA, a développé une théorie d'explication des bulles spéculatives dans laquelle les parts relatives de fondamental et de spéculatif sont justement un des paramètres du modèle.

SANS UNION PAS DE FORCE

Avant de voir comment les acteurs des marchés financiers développent des stratégies de différenciation pour vendre leurs compétences à leurs clients, il est nécessaire de se poser une question préalable : à quoi bon se différencier, alors qu'il est si simple pour le client d'un gérant ou d'un analyste de sélectionner ce dernier sur la base de sa performance passée ?

IL EST DIFFICILE DE JUGER DE LA PERFORMANCE

Peu d'acteurs des marchés financiers peuvent se dispenser de vendre leurs services et d'en faire la publicité[2]. Ceci est encore plus vrai aux Etats-Unis où la concurrence est plus rude qu'en France . Chaque *broker*, chaque *fund manager*, chaque consultant tient prête une présentation marketing destinée à vanter ses mérites auprès de clients potentiels, et à montrer à quel point il se distingue des autres. Il est surprenant de constater que les arguments utilisés portent sur la méthodologie d'investissement plus que sur les résultats passés. Il semblerait en effet naturel *a priori* que le seul juge de paix en matière d'investissement boursier soit la performance : un gérant est bon si le portefeuille qu'il gère a été plus performant que l'index ; un analyste est bon s'il a su prévoir les variations du cours des actions qu'il suivait. Un certain nombre de problèmes théoriques et pratiques font que ce n'est pas le cas.

Il faut tout d'abord remarquer qu'observer les résultats passés d'un acteur du marché pour avoir une idée de ce qu'il produira dans le futur repose sur l'hypothèse que la compétence personnelle est récompensée par les marchés, de même que l'incompétence serait sanctionnée. Ce présupposé, qui semble pourtant naturel, est l'objet depuis plusieurs décennies d'un des débats les plus virulents de la recherche académique. Certains théoriciens sont en effet adeptes de "l'efficience des marchés" : en résumé, le cours de bourse reflèterait à tout moment toutes les informations disponibles sur une entreprise. Il serait donc vain de vouloir "être en avance" sur la bourse. Une des conséquences de cette théorie est évidemment que toute prise de position sur une action (ordre d'achat ou ordre de vente) constitue un pari à une chance sur deux, et qu'on ne peut battre le marché qu'au hasard[3]... Si on pousse la logique jusqu'au bout, on trouve que la performance future d'un gérant ou d'un analyste en matière de prévisions boursières est indépendante de sa compétence, de son flair, et de ses résultats passés.

---

[2] La plupart des grandes banques (ex : Goldman Sachs) emploient une équipe de gérants qui investit les fonds de la banque. C'est un des seuls cas dans lesquels l'investisseur est débarrassé de la pression de son client.

[3] Une des applications les plus connues de l'efficience des marchés est l'expérience du singe : un singe tirant des fléchettes au hasard sur le Wall Street Journal pour choisir des actions aurait, soi-disant, réussi à avoir des performances tout à fait honorables par rapport à d'autres investisseurs "humains", sur une période significative de temps.

Remarquons cependant que l'efficience des marchés se décline en plusieurs versions (forte, semi-forte et faible[4]) qui n'affichent pas toutes le même scepticisme...

Par ailleurs, la théorie couramment admise du CAPM (Capital Pricing Asset Model) pose que les résultats d'un portefeuille doivent être comparés au "risque systématique" de ce portefeuille particulier : l'investisseur qui se risque à acheter des actions de *start-ups* dans les pays asiatiques a en effet le droit d'exiger plus de rémunération que celui qui se limite aux entreprises relativement classiques du CAC40. La véritable performance d'un investissement n'est donc pas simplement sa rentabilité, mais la manière dont celle-ci excède ce que l'investisseur peut légitimement exiger compte tenu du risque qu'il a pris. Des coefficients précalculés (les "bêtas") servent ainsi à calculer le risque par branche d'activité, par pays etc. Mais toutes les évaluations de risque ne coïncident pas forcément, montrant ainsi la relative imprécision attachée à cette méthode : il est ainsi très difficile de savoir quel "bêta" attacher à un conglomérat intervenant dans des secteurs de production et des régions du monde de risques différents. Plus fondamentalement, la validité théorique du CAPM fait l'objet controverses théoriques. Bien que très largement accepté et utilisé, ce modèle n'a donc pas encore résolu tous les problèmes théoriques et pratiques qu'il générait[5].

Ces deux obstacles (efficience des marchés et nécessité de prendre en compte le risque) à la "sélection par la performance" sont encore amplifiés par le fait que concrètement, les performances des différents acteurs du marchés sont très proches les unes des autres. Si l'on s'en tient par exemple au cas des gérants de fonds, on constate que les retours sur investissement de leurs différents portefeuilles d'actions ne s'écartent en effet que rarement de plus de quelques pour cents de celui de leur "benchmark", c'est à dire de celui du panier de référence sur lequel les portefeuilles sont basés (pour les SICAV françaises les plus courantes, il s'agit par exemple du CAC40). Dans ce contexte, les problèmes théoriques et pratiques vus plus haut rendent les classement des hommes "par les résultats" extrêmement hasardeux.

Puisqu'on est forcé de concéder que la rentabilité boursière n'est pas le juge de paix qu'on pouvait espérer, il n'est pas étonnant de constater que les métiers liés aux marchés financiers comprennent une part non négligeable d'activité commerciale. Il s'agit de prouver au client qu'on est le meilleur, et cela implique forcément de montrer qu'on est *différent des autres* et qu'on répond à un besoin particulier. Nous allons nous attacher à montrer comment cette logique de singularisation se manifeste au sein des différentes catégories d'acteurs.

Les développements qui vont suivre se limiteront volontairement aux gérants de fonds et aux analystes. Il serait réducteur d'expliquer le fonctionnement des marchés financiers par la simple action de ces deux intervenants : les vendeurs (*salesmen*) et *traders* en particulier sont tout sauf négligeables. Mais les gérants, qui donnent les ordres d'achat et de vente (et sont donc actionnaires des entreprises dont ils achètent les titres) et les analystes qui produisent des recommandations boursières (et sont donc des interlocuteurs privilégiés des services de communication financière) sont seuls à l'interface des entreprises ; ce sont donc eux qu'il nous faut étudier si nous voulons mieux comprendre les relations entre les entreprises et les investisseurs institutionnels.

---

[4] Cf Burton J. Malkiel, *A random walk down Wall Street*

[5] Se reporter à l'annexe pour de plus amples détails théoriques

LES GERANTS

Vis-à-vis de l'entreprise, le gérant de portefeuille est celui qui détient l'arme du "vote avec les pieds". Qu'il agisse pour le compte d'un autre investisseur qui l'a sélectionné (cas de la gestion dédiée) ou pour le compte de multiples souscripteurs (cas de la gestion collective) c'est lui seul qui prend les décisions d'achat et de vente[6].

Le travail du gérant consiste à investir au mieux les fonds qui lui ont été confiés. Pour cela, il commence le plus souvent par acheter un indice : S&P500 pour les Etats-Unis, CAC40 pour la France sont parmi les plus classiques, mais il existe aussi des indices pour les titres de PME, des indices par secteurs etc. Le fait de baser son portefeuille sur un panier représentatif permet en effet de se couvrir contre les risques du marché : si une valeur monte considérablement, elle sera forcément dans le portefeuille. Cela revient à dire que les seuls taux de risque acceptables par les clients du gérant sont ceux qui sont proches du risque du marché. Le portefeuille typique de l'actionnaire individuel, comprenant deux ou trois valeurs choisies, serait inenvisageable pour gérer une SICAV ou les fonds d'un *pension fund*. L'activité quotidienne du gérant consiste ensuite à déterminer quelles valeurs de l'indice il faut sous- ou sur-pondérer pour réussir à la fin de la période de référence à avoir une performance meilleure que le marché. Pour cela, il doit se forger une opinion sur les actions qui composent son portefeuille. Il peut à cette fin prendre contact avec l'entreprise pour avoir plus d'informations sur elle, et faire ainsi lui-même le travail de recherche s'il en trouve le temps ; mais surtout, il dispose de rapports d'analystes, soit internes à sa société de gestion (buy-side) soit externes (sell-side), qui lui donnent des éléments de décision. Sa valeur ajoutée par rapport à l'analyste consiste alors à rendre éventuellement des arbitrages intersectoriels (alors que l'analyste est souvent spécialisé dans une branche d'activité) mais surtout à réintégrer la dimension spéculative du marché, souvent laissée de coté par les études d'analyse qui se focalisent plus sur le fondamental et le long terme.

La dimension commerciale de l'activité du gérant est fondamentale. Il devrait en effet être plus important de gérer de gros volumes que d'avoir une forte rentabilité boursière, dans la mesure où seuls les volumes génèrent du revenu. Bien sûr, les deux paramètres (volume et rentabilité) sont souvent liés, mais on a vu à quel point il était malaisé de choisir un gérant à ses résultats. C'est la raison pour laquelle les sociétés de gestion développent de véritables stratégies marketing, construites le plus souvent autour de deux axes : d'un coté, homogénéisation des structures suivant une démarche proche de la certification qualité dans l'industrie ; de l'autre, segmentation de l'offre, jouant sur des paramètres tels que philosophie d'investissement, risque du portefeuille.

Ce double mouvement n'en est qu'aux prémisses en France, alors qu'il est complètement mature aux Etats-Unis. Ceci s'explique largement par la place en France de la gestion collective, qui n'est pas un moteur de changement aussi fort que le système de sélection de la gestion dédiée. La place croissante des placements boursiers rend cependant l'évolution vers des systèmes plus concurrentiels inévitable. L'étude du cas américain est donc un bon indicateur de ce que sera l'évolution en France dans un futur assez proche.

---

[6] Seul le cas de la gestion de patrimoine, où le gérant joue plus un rôle de conseiller de son client, échappe dans une certaine mesure à cette règle.

La professionnalisation

Faute de juger de manière univoque des performances, c'est naturellement sur la façon de travailler des sociétés de gestion que l'attention du client se concentre. En la matière, la tendance est plutôt à l'homogénéisation des méthodes qu'à la différenciation, car la plupart des évolutions sont relativement consensuelles : il semble en effet naturel de prendre les décisions en équipe plutôt qu'individuellement ; disposer d'une équipe d'analystes en interne est évidemment gage d'une plus grande indépendance des opinions ; et il est légitime pour le client d'exiger de la part de son gérant un système de *reporting* développé. La convergence des structures des sociétés de gestion est accélérée par l'action de cabinets de conseil aux investisseurs, qui poussent vers une certaine forme de certification. Le cabinet américain Frank Russell par exemple intervient comme conseiller des fonds de pension dans le choix des gérants auxquels les mandats sont confiés (cas de la gestion dédiée uniquement) ; à cet effet, il mène des audits de sociétés de gestion, étudiant en quoi la structure de travail permet de faire remonter les idées originales, par exemple. Une fois l'audit effectué, la société de gestion aura ou non le privilège de figurer sur la liste des gérants recommandés. Même si Frank Russell se défend d'imposer aucune norme de travail, son action est souvent vécue comme une incitation à adopter les modèles d'organisation communément admis.

Les variations d'organisation entre sociétés de gestion sont donc assez légères, et tendent à diminuer d'amplitude ; elles n'en sont pas moins mises en avant auprès du client : c'est ainsi que Lord, Abett & Co (à New-York) propose une organisation dans laquelle la méthode d'investissement très formalisée réduit l'importance des hommes et met la société de gestion à l'abri du "star-system" des analystes.

Des philosophies d'investissement différentes

On constate donc que la façon dont les sociétés de gestion sont organisées, même si elle tend à s'unifier, n'en est pas moins parfois l'occasion de montrer qu'on propose un produit différent. La recherche de singularité est cependant bien plus significative dans le domaine des philosophies d'investissement. Les portefeuilles sont en effet classés par grandes catégories, suivant la façon dont les décisions d'investissement sont prises. Cette segmentation est bien plus développée aux Etats-Unis, c'est donc de là que nous tirerons les exemples et le vocabulaire.

Les ***indexed*** se contentent de reproduire l'indice, ne prenant de décisions d'achat ou de vente que dans la mesure où une valeur change de pondération. Cette stratégie est économe en analyse, et s'est révélée très rentable sur les bourses américaines et européennes ces dernières années. On a par exemple constaté que peu de gérants actifs parvenaient à battre les indices en 1997. Cela tient entre autres au fait qu'un gérant actif doit conserver des liquidités pour pouvoir saisir des opportunités d'achat, ce qui n'est pas le cas d'un indice ; de plus, la hausse du marché a été tirée par les cinquante plus gros titres, qui sont dans tous les indices. Les *indexed portfolios* constituent la référence en matière d'investissement boursier, tant en matière de risque qu'en matière de rentabilité : un fonds de pension qui choisit un gérant actif compare toujours ses résultats à ceux qu'aurait produit un portefeuille indiciel équivalent.

Les récentes bonnes performances des portefeuilles indiciels, et le fait que ceux-ci constituent le placement le plus "neutre" en matière d'actions ont sans nul doute attiré vers eux de nombreux investisseurs, sans qu'il soit possible d'obtenir de statistiques fiables quant à la

proportion de fonds placés dans ce mode de gestion[7]. Il est cependant déterminé qu'un certain nombre de fonds de pension (dont CalPers) ont choisi d'indexer leurs portefeuilles.

Les ***value*** ont pour principe de rechercher des entreprises dont la valeur leur semble sous-évaluée par le marché, de sur-pondérer leurs actions et d'attendre que le marché rattrape l'écart avant de revendre. Le repérage initial des "perles rares" se fait souvent en deux étapes : dans un premier temps, les entreprises de l'indice sont analysées automatiquement, et on calcule des ratios qui permettent de les classer par opportunité décroissante. Une entreprise qui a un Price Earning Ratio très faible par rapport à la moyenne de son secteur aura par exemple des chances d'être bien classée. Les premières valeurs du classement sont ensuite étudiées plus en détail par des analystes, qui recherchent les raisons de la sous-évaluation ainsi que les perspectives d'évolution du cours.

Certains ***hedge funds*** (fonds d'arbitrage) poussent plus loin cette philosophie. Comme ils ont par nature l'opportunité de prendre plus de risques, ils ne se contentent pas de sur-pondérer ou sous-pondérer des valeurs au sein d'un indice. Ils achètent les actions qui leur semblent opportunes et prennent dans le même temps des positions de vente sur l'indice correspondant pour limiter leur exposition à la différence d'évolution entre la valeur qu'ils choisissent et le marché. Le fonds de gestion interne de Goldman Sachs axe par exemple sa recherche sur les entreprises sous-évaluées, mais qui présentent des opportunités de rattrapage à court terme. Il s'agit de s'assurer de la présence d'un "catalyseur" susceptible de faire prendre conscience au marché de son erreur. Cela peut-être par exemple l'ouverture de nouveaux marchés, la mise en place d'une politique de communication financière, l'arrivée d'un nouveau dirigeant, l'élagage de "branches mortes" : à son arrivée à la tête de Danone, Franck Riboud avait sur les marchés la réputation d'un "fils à papa", et le titre stagnait ; la revente de quelques divisions sans perspectives internationales et ayant un ROCE (Return On Capital Employed) faible a changé l'image boursière de Danone et lui a fait rattraper son retard. Il n'est pas rare que Goldman Sachs intervienne auprès de l'entreprise pour la pousser à prendre les bonnes décisions et à faire agir le catalyseur. La méthode *value* navigue dans ce cas aux frontières du délit d'initié...

Les ***growth*** se focalisent surtout sur des secteurs de croissance, au sein desquels ils tentent d'investir dans les entreprises dont la croissance future leur semble mésestimée. Pour cela, ils s'intéressent aux produits de l'entreprise, à son avance technologique, à ses perspectives de croissance à long terme. Ils prennent plus de risques que les value, car ils interviennent dans des domaines où les prévisions sont plus volatiles : les titres liés aux nouvelles technologies sont plus risqués que ceux d'Elf Aquitaine. L'espérance de gain d'un portefeuille *growth* est donc logiquement plus élevée.

Tandis que les *value* et les *growth* fondaient leurs décisions sur l'analyse fondamentale, les investisseurs ***momentum*** sont de caractère plus spéculatif. Ils suivent et amplifient les mouvements du marché, achetant quand le marché achète et revendant quand il vend (l'appellation de *momentum* est empruntée au vocabulaire du football américain, où elle signifie à peu près "quantité de mouvement"). Ils représentent en quelque sorte l'application à la gestion de l'analyse chartiste, qui cherche à interpréter les graphiques de cours de bourse, distinguant des formations "tête / épaule", des plafonds et des seuils... Nous rentrons ici dans le domaine des actionnaires purement spéculateurs, qui nous intéressent moins dans la mesure où ils ne sont que rarement en contact avec les entreprises. Pourtant, il faut savoir que de telles méthodes d'investissement existent et qu'elles participent à la diversité du paysage financier.

---

[7] De nombreux investisseurs préfèrent rester discrets sur la façon exacte dont ils placent leur fonds, rendant les statistiques impossibles ou hautement hasardeuses...

Les nuances méthodologiques ne se limitent pas aux quelques "casiers" décrits plus haut, et les variations sont infinies : on trouve par exemple des gérants ***growth at reasonable price***, qui pratiquent un savant mélange des méthodes *value* et *growth* ; des portefeuilles ***income*** focalisés sur la distribution du dividende etc. Dans le même ordre d'idées, chaque gérant *value* fait valoir pourquoi sa méthode apporte un supplément par rapport à ses homologues : horizon temporel plus important, discipline de vente, timing... Les sociétés de gestion cherchent à se positionner de manière unique sur le marché. La distinction entre propriétaire des fonds et gérant, mise en place dans le système de gestion dédiée, est ainsi poussée jusqu'au bout : les gérants proposent l'offre la plus diversifiée possible, remplissant toutes les "niches" possibles ; le propriétaire quant à lui a le choix de la philosophie d'investissement, et ils peut même éventuellement mélanger plusieurs méthodes. C'est ce que font par exemple certains "fonds de fonds", pondérant plus ou moins les approches *value* et *growth* suivant qu'ils estiment que le marché est en période *value* ou en période *growth*.

La méthode d'investissement d'Ark Asset Management

Basé à New York, le fonds d'investissement Ark Asset Management entend tirer son avantage concurrentiel de sa méthode de travail très formalisée. Il s'agit d'une méthode intermédiaire entre les méthode *growth* et *value*. Elle peut se décomposer en cinq étapes :

1/ Les 5000 actions qui composent "l'univers" sont analysées automatiquement pour réduire l'univers de recherche à 250 titres. Les critères ici utilisés sont : capitalisation (car il s'agit d'un fonds consacré aux grosses entreprises), liquidité, P/E (qui ne doit pas être trop haut pour que le prix soit "raisonnable") et taux de croissance du résultat par action dans le passé.

2/ Une analyse macroéconomique pays par pays et secteur par secteur (prenant en compte les facteurs politiques, l'évolution prévue du PIB, des taux d'intérêt, du prix des matières premières etc.) permet de prévoir les P/E moyens par pays et par secteur à 12 mois.

3/ L'analyse détaillée des perspectives de chaque entreprise permet de calculer des prévisions de résultat et de P/E relatif à la moyenne du secteur. La valeur de l'action à 12 mois est alors donnée par la formule : prix de l'action = résultat par action x P/E relatif x P/E moyen.

4/ 70 à 80 actions sont ensuite sélectionnées pour constituer le portefeuille. A chaque action on attribue sur la base de critères qualitatifs une rentabilité exigée (contrôle du risque). Les actions sont ensuite classées suivant la différence entre la rentabilité attendue (calculée en 3/) et la rentabilité exigée. Les meilleures classées entrent dans la composition du portefeuille

5/ A cette discipline d'achat s'ajoute une discipline de vente. On définit pour chaque action une cible haute et un point de réévaluation bas, afin de préserver les profits et de minimiser les pertes. Si une action atteint sa cible haute, on la réévalue pour déterminer si elle a encore du potentiel de croissance, auquel cas la cible haute et le point de réévaluation bas sont remontés.

Le paysage français n'a pas une organisation aussi claire. Le nombre d'acteurs y est plus réduit, et la concurrence certainement moins forte. Les gérants, dont la philosophie d'investissement est souvent proche du *value* ou du *growth at reasonable price*, n'affichent

pas aussi fermement leur méthode que les anglo-saxons. Il est probable que la concurrence européenne forcera les sociétés de gestion à la spécialisation, qu'elle soit sectorielle, géographique ou méthodologique.

LES ANALYSTES

En théorie, l'analyste est subordonné au gérant : il n'a de pouvoir que celui de conseil, et la décision finale d'achat ou de vente n'est pas de son ressort. La dénomination d'analyste sous-entend d'ailleurs des tâches ingrates, comme par exemple l'étude détaillée des comptes des entreprises, ou la mise au point de feuilles de calcul compliquées. Et en pratique, on constate effectivement que l'activité d'analyse n'est souvent qu'une étape de carrière dans la progression vers la gérance.

Pourtant, les chargés de communication financière tiennent l'analyste pour aussi important, sinon plus, que le gérant. Tout d'abord parce que c'est avec lui que le contact quotidien s'établit, un gérant n'ayant pas assez de temps pour s'intéresser en détail à toutes les actions de son portefeuille. Mais surtout parce que c'est lui qui a en pratique le plus d'influence sur le cours de bourse : le gérant s'appuie en effet généralement directement sur l'opinion de l'analyste pour motiver ses changements de position. Le pouvoir de l'analyste sell-side, qui publie ses études, est encore plus important, dans la mesure où il peut toucher plus de monde et changer durablement l'opinion du marché sur une entreprise. Disposant d'un potentiel de nuisance au moins aussi grand que le véritable actionnaire, l'analyste est donc écouté dans l'entreprise, au point que certains PDG les utilisent comme "agitateurs d'idées" ou "œil extérieur".

L'analyste ou la puissance du conseiller

Qui est l'analyste ?

Les statistiques sont un bon moyen de cerner la catégorie socioprofessionnelle des analystes. Les statistiques suivantes sont valables pour l'Europe :

- l'analyste a en moyenne 34 ans
- il s'agit dans 85% des cas d'un homme
- il a suivi des études supérieures dans 95% des cas, et une formation spécialisée en analyse financière (telle celle proposée par la SFAF en France) dans 64% des cas.
- il travaille en moyenne 65 heures par semaine
- son salaire est compris dans 45% des cas entre 500 KF et 1 MF par an, et dans 40% des cas il est supérieur à 1MF
- dans 55% des cas, l'analyste ne suit qu'un seul secteur d'activité, ce qui représente une quinzaine d'actions

La façon de travailler des analystes financiers est relativement homogène, ne serait-ce que parce que leur formation est commune : en France par exemple, le centre de formation de

la SFAF (Société Française d'Analyse Financière) représente un passage obligé. Le quotidien de l'analyste consiste très souvent à mettre à jour les données d'entrée d'un modèle de valorisation, qui détermine ensuite si une action est surévaluée ou sous-évaluée. La collecte d'informations se fait à travers plusieurs canaux : journaux généralistes ou spécialisés, communiqués de presse, services d'information financière des entreprises, réunions SFAF, réunions organisées par l'entreprise, etc. En fonction des renseignements qu'il rassemble sur une action, l'analyste peut donc être amené à réviser son opinion boursière périodiquement. On peut noter que l'analyste est généralement sectoriel (il ne lui est en effet pas possible pour des raisons de charge de travail de suivre en détail plus d'une dizaine d'entreprises à la fois). Il est ainsi capable d'effectuer des comparaisons au sein d'une même branche d'activité.

Il est difficile d'aller plus loin que ces quelques généralités sur le travail de l'analyste si on ne fait pas la distinction entre analystes *sell-side* et analystes *buy-side*, entre les analystes qui travaillent pour des sociétés de bourse et ceux qui sont employés par des sociétés de gestion[8]. Leurs motivations et leurs préoccupations ne sont en effet pas les mêmes, et cela induit des comportements tout à fait différents.

La distinction sell-side / buy-side

Quand on parle d'analyste, on sous-entend en général analyste *sell-side*. Celui-ci est en plus visible de l'extérieur : il n'est par exemple pas rare en France que les articles de la presse financière soient largement basés sur les propos d'un analyste de ce type. Le principe est que les analystes sell-side publient gratuitement leurs recommandations boursières, qui sont envoyées quotidiennement à tous les gérants intéressés (ou susceptibles de l'être...). Ils sont en effet employés par les sociétés de bourse, et les sociétés de bourse sont rémunérées aux commissions sur les ordres qu'elles passent pour le compte de clients. Il est donc couramment admis qu'un gérant qui utilise l'étude d'un analyste *sell-side* passe l'ordre d'achat ou de vente à travers la société de bourse qui l'emploie, rémunérant en cela le travail de recherche. Si un gérant dérogeait à cette règle implicite, en demandant par exemple les études d'un analyste pendant une longue période de temps sans passer d'ordres, il est probable que la société de bourse ne lui enverrait plus sa recherche ; mais le rite est en général relativement bien respecté. Les *sell-side* jouent donc le rôle de fers de lance commerciaux de leurs sociétés de bourse : le nombre de clients qu'ils attirent est leur critère de succès. Nous verrons par la suite quelles conséquences cette préoccupation commerciale a sur leur comportement.

Le système de l'analyse *sell-side* est souvent critiqué, parce qu'il donne trop de place à la relation commerciale au détriment de la rigueur de l'étude ; en particulier, il est reproché aux analystes d'être souvent partiaux, mélangeant leur activité de banque d'affaire avec leur recherche. En effet, les sociétés de bourse sont souvent intégrées à de grandes banques (Goldman-Sachs, Merrill-Lynch, BNP pour la société de bourse Du Bouzet etc.) et lorsqu'une transaction de banque d'affaire doit être menée pour le compte d'une entreprise par la banque-mère, l'analyste sectoriel correspondant est souvent appelé pour faire partie de l'équipe. Il est alors tentant d'orienter les études publiées dans un sens qui arrange le client ou qui facilite la transaction... Les analystes de du Bouzet réfléchissent ainsi à deux fois avant de publier des études incendiaires à l'égard des grands clients *corporate* de la BNP. Une autre critique concerne la tendance au mouvement des analystes *sell-side* : dans la mesure où leur société de bourse est rémunérée au volume, les études n'ont jamais intérêt à conseiller des positions attentistes, même quand elles sont justifiées. Enfin, dans la mesure où les analystes *sell-side*

[8] La dénomination *sell-side / buy-side* vient du fait que la société de gestion est cliente de la société de bourse dans la mesure où elle passe des ordres d'achat ou de vente par son intermédiaire. Ainsi, l'analyste *sell-side* est-il bien du coté "vendeur" et l'analyste *buy-side* du coté "client".

publient leur études, ils sont soumis à la pression des entreprises qui peuvent leur rendre l'accès aux informations difficile le cas échéant (la plupart des entreprises s'abstiennent d'aller jusqu'à cette extrémité, mais la crainte de la quarantaine est cependant réelle).

Le gérant qui se baserait uniquement sur les études qu'il reçoit chaque matin des sociétés de bourse serait sans recours face aux biais de l'analyse *sell-side* vus plus haut. C'est la raison pour laquelle de plus en plus de sociétés de gestion, souvent poussées par leurs clients ou par des cabinets de certification, se dotent d'équipes internes d'analystes *buy-side*.

Les analystes *buy-side* sont encore assez peu nombreux en France, où ils font figure de parent pauvre face aux *sell-side*, tant en matière de notoriété qu'en matière de salaire. Aux Etats-Unis, ils font plutôt figure d'éminence grise des sociétés de gestion et méprisent leurs collègues mercantiles du *sell-side*.

Le rôle d'un *buy-side* consiste à travailler aux côtés du gérant et à lui fournir une opinion impartiale sur les entreprises du portefeuille. Sa façon de travailler est semblable à celle du *sell-side*. Il arrive cependant dans certains cas que le gérant lui demande de baser ses études sur des critères "différents", moins comptables et plus qualitatifs, de manière à ce que son opinion ne reproduise pas celle des *sell-side*.

Dans la suite de cette étude, nous nous préoccuperons essentiellement des analystes *sell-side*, qui disposent de par le nombre de leurs interlocuteurs gérants d'un effet de levier plus important. Il ne sera pas inutile cependant de garder à l'esprit que les gérants disposent d'une capacité d'analyse interne en la personne des *buy-side*.

Se différencier pour se vendre

Nous avons remarqué plus haut à quel point le travail de l'analyste *sell-side* avait des implications commerciales. Il n'est donc pas étonnant de constater que l'activité de promotion de sa recherche lui prend beaucoup de temps. En principe, les rôles sont séparés et c'est le vendeur qui est en contact direct avec l'investisseur ; c'est à lui de convaincre son interlocuteur de s'intéresser aux notes boursières que l'analyste de sa société de bourse a publiées. Mais cette tâche revient de plus en plus à l'analyste, qui est appelé directement par le client. C'est particulièrement le cas outre-atlantique, où l'analyste chimie de Morgan-Stanley à New-York passe par exemple 70% de son temps en conversations téléphoniques avec ses 200 clients. Le système de rémunération des banques américaines prend d'ailleurs généralement cette particularité en compte en intégrant à la notation de l'analyste l'opinion que ses clients ont de lui. La charge de montrer aux gérants que sa recherche est meilleure que celle des autres incombe donc au moins en partie à l'analyste. Avant de passer en revue la façon dont il est possible de se distinguer, il n'est pas inutile de revenir temporairement à l'étude des gérants, pour savoir de quelle manière ils choisissent l'analyste auquel ils vont se fier.

Comment les gérants choisissent-ils les analystes ?

Quand le gérant typique arrive à son bureau le matin, il trouve plusieurs dizaines de fax qui l'attendent sur son bureau : toutes les notes quotidiennes d'ajustement que les analystes lui adressent. Il est absolument impossible de lire toutes les recommandations, et les gérants doivent faire des choix. Ils recherchent alors généralement deux types d'études :

- Les études qui vont déterminer la réaction du marché, parce qu'elles proviennent d'analystes reconnus, doivent être prises en compte. Il serait impensable de s'exposer à être en retard sur les réactions de la bourse en ne les lisant pas. Les "analystes reconnus" sont faciles à déterminer grâce aux classements. Certains consultants publient en effet les résultats de sondages effectués auprès des gérants,

leur demandant secteur par secteur quelles équipes de recherche ils trouvent les plus compétentes. Ces listes ont une importance considérable dans le monde de l'analyse financière, parce qu'elles détermine qui est "gourou" et qui ne l'est pas. Elles ont aussi un effet auto-référent : les analystes sont bien classés parce qu'ils attirent de gros volumes d'ordres, et ils attirent encore plus de volume parce qu'ils sont bien classés.

- Il est par ailleurs nécessaire pour un gérant de lire des analyses qui s'écartent du consensus : il est en effet impossible de battre l'indice en ayant la même opinion que le marché. Les notes intéressantes sont celles qui apportent un point de vue différent et qui permettront donc éventuellement de prendre de l'avance sur le marché. C'est ainsi que certains gérants se donnent pour règle de lire systématiquement des analystes dont l'opinion boursière est contraire à la leur et qui jouent alors le rôle "d'avocat du diable". La recherche des opinions originales et tranchées peut s'aider d'outils informatiques comme ceux proposés par les "services de consensus", tel IBES: pour une entreprise donnée, ces serveurs présentent sur un même graphique les prévisions (de résultat en fin d'année, par exemple) de tous les analystes qui suivent l'action. Il est ainsi possible de se faire une idée de ce qu'est l'opinion du marché. Les "trublions" qui s'écartent largement du consensus ont des chances non nulles de se tromper, mais il est aussi possible qu'ils aient mieux compris l'entreprise que les autres.

Les analystes, qu'ils soient "gourous" ou "trublions", doivent donc trouver des moyens de se différencier les uns des autres vis-à-vis de leurs clients : s'ils sont gourous, il leur faut justifier leur réputation "d'incontournables" pour le rester ; s'ils sont trublions, il doivent impérativement montrer leur originalité pour capter l'attention des gérants.

Les stratégies de différenciation

1- La différenciation par l'analyse

Il est tout d'abord possible pour un analyste de se faire remarquer à travers le contenu de ses recommandations. Comme on l'a vu, le gérant recherche systématiquement la "belle histoire" qui sera à l'écart du consensus. C'est à cela que l'analyste doit s'attacher, en consultant éventuellement lui aussi les sociétés de consensus pour savoir où il se positionne. Il n'est donc pas question de se limiter à une simple analyse comptable et sans âme des comptes de l'entreprise ; il faut inventer une logique à l'histoire boursière de l'entreprise, et si possible une logique jamais dévoilée : remarquer avant tous les autres que les résultats de Bouygues Offshore ne sont pas liés au cycle du bâtiment mais à celui du pétrole, par exemple, ou entrer le premier dans le détail de l'étude de la branche chimie d'Elf Aquitaine. Les petites sociétés de bourse, qui n'ont pas d'autre moyen de se distinguer, misent beaucoup sur l'originalité de leurs études. On se doute que cela peut pousser à des excès, l'analyste se laissant porter par son imagination...

2- La guerre des modèles

Chaque analyste utilise une méthode personnalisée qu'il considère comme plus efficace que les autres, et en fait abondamment la publicité. JP Morgan Investment se vante par exemple de prendre en compte une année supplémentaire avant de passer à la phase "infinie" dans son calcul d'actualisation. Le modèle utilisé devient alors un argument de vente largement utilisé dans les plaquettes de présentation.

Il arrive que les analystes aillent plus loin que la simple adhésion à une théorie, et rentrent dans le débat académique en se faisant apôtres de leur méthode. Le Crédit Suisse First

Boston a ainsi pris fait et cause pour l'EVA[9] qu'il utilise dans ses analyses. Son engagement va jusqu'à publier des études de corrélation tendant à prouver que l'évolution du cours de bourse d'une action est fortement liée à son EVA. Au contraire, Merrill Lynch, dont les analystes ont tendance à préférer des méthodes à base de PER, fait circuler des notes internes (qui sont en réalité largement diffusées à l'extérieur) déniant toute efficacité à l'EVA. Ces notes sont elles aussi basées sur des études de corrélation EVA/cours de bourse.

La "guerre des modèles" est facilitée par le fait que les comparaisons sont complexes à mettre en œuvre. Si on reprend le cas des deux études contradictoires consacrées à l'EVA, on se rend vite compte que le choix de l'échantillon statistique et de la période de temps, le nombre et la complexité des retraitements à opérer (le cabinet Stern-Stewart propose 160 ajustements à la formule de base de l'EVA) rendent le jugement très ardu. Des cabinets de conseil comme Stern-Stewart, Boston Consulting Group ou McKinsey tirent parti de cette zone de flou théorique et proposent chacun leur méthode (respectivement *Economic Value Added*, *Cash Flow Return On Investment* ou *Discounted Cash Flow*), en réalité souvent relativement proches, mais dont ils opposent les mérites à chaque occasion : *"Forget EPS, ROE and ROI. The true measure of your company's performance is EVA"* propose ainsi la publicité pour Stern-Stewart.

3- Les autres moyens de se distinguer

Les moyens de différenciation ne s'arrêtent pas au contenu des recommandations et à la méthode utilisée pour les élaborer. Il existe en effet de multiples façons moins "orthodoxes" de manifester son originalité pour un analyste. Parmi les nombreuses techniques relevées, citons :

L'humour : qu'il soit présent dans les titres des analyses ("Carrefour à la croisée des chemins"), dans la façon dont elle est écrite ou sous la forme de caricatures (courantes chez Merrill Lynch), il permet sans dénaturer l'étude de lui ajouter un peu de piment.

Le comportement : les *sell-side*, particulièrement à Londres et à New-York sont l'équivalent de vedettes, et leurs frasques font régulièrement l'objet d'articles dans les journaux financiers les plus sérieux. Les analystes usent et abusent de cette situation, endossant un rôle qu'ils jouent ensuite en public, pour le plus grand bénéfice de leur place dans les classements.

LES METHODES D'ANALYSE SONT PLUS SUBJECTIVES QU'IL N'Y PARAIT

Les logiques de différenciation mises en œuvre par les acteurs des marchés financiers se traduisent par des opinions boursières diverses au sujet d'une action donnée : le cours de bourse s'établit à l'équilibre des ordres d'achat et des ordres de vente, traduisant bien le fait que les opinions et les espoirs de gain divergent d'un investisseur à l'autre. La dispersion des estimations est encore augmentée par la part relativement importante de subjectivité que comprend le travail d'analyse financière. Cette subjectivité est d'autant plus frappante qu'elle est en contradiction avec l'apparence scientifique et rigoureuse des méthodes utilisées.

[9] Se reporter à l'annexe pour la définition de l'EVA

Le choix des armes

Un arbitrage est tout d'abord requis pour le choix de la méthode à employer. Nous avons vu que la guerre des modèles faisait rage, et qu'elle poussait les sociétés de bourse à avoir un "champion" : EVA, PER ou DCF... Cependant, il n'est pas vrai pour autant que les mêmes feuilles de calcul soient appliquées à la lettre à tous les types d'entreprises pour un broker donné. Il serait en particulier dommageable de ne pas voir que certains secteurs d'activité se prêtent mieux à certain types de méthodes d'analyse. La pharmacie par exemple a ceci de particulier que le portefeuille de produits en cours de développement est d'une extrême importance pour l'avenir de l'entreprise : peu importe de vendre beaucoup si on n'a pas de produits prometteurs en préparation. Les industries pharmaceutiques sont ainsi des valeurs de croissance, pour lesquelles l'évaluation de la partie recherche-développement compte beaucoup. Il est par ailleurs important de bien savoir prévoir les ventes, qui ont généralement un très gros impact sur la valeur de l'entreprise. On constate en pratique que la plupart des analystes du secteur préfèrent utiliser des méthodes fondées sur des comparaisons de multiples (comme par exemple le PER) que des modèles d'actualisation, en expliquant que les méthodes de multiples prennent mieux en compte les particularités de l'industrie pharmaceutique.

Le principe de "un secteur, un modèle" est déjà une approche relativement fine et compliquée des choses. Certains gérants cependant ne s'en satisfont pas, et préfèrent mettre en concurrence plusieurs modèles par entreprise : en effet, partant du principe que les marchés ont leurs lubies, que certaines périodes sont "P/E", certaines autres "cash-flows actualisés", ils préfèrent avoir le choix entre plusieurs résultats et choisir eux-mêmes celui qui leur plait, suivant la sensibilité qu'ils ont du marché. C'est une approche pragmatique et déjà quelque peu spéculative, dans la mesure où on ne se contente plus de rechercher "ce qui est vrai", mais "ce que le marché pense être vrai".

La sensibilité aux conditions initiales

L'intervention de la subjectivité est loin de s'arrêter au choix de la méthode. Il est en effet important de remarquer que de nombreux modèles d'analyse (en particulier les méthodes d'actualisation) sont très sensibles aux paramètres d'entrée. Le résultat final de l'analyse dépend alors fortement de données telles que la "croissance à l'infini" ou la "durée de la période d'avantage compétitif" dont l'estimation reste hasardeuse même pour des analystes expérimentés. En pratique il est fréquent qu'on applique la méthode à l'envers (sans en faire la publicité toutefois...) : l'analyste ou le gérant a une opinion personnelle positive ou négative sur une action, qu'il fonde sur des critères tant quantitatifs que qualitatifs. Il fait ensuite légèrement varier les paramètres d'entrée de son modèle d'analyse pour que la "valeur fondamentale calculée" de l'action soit plus haute (s'il veut aboutir à une recommandation d'achat) ou plus basse (s'il veut aboutir à une recommandation de vente) que le cours actuel. Le modèle est dans ce cas entièrement soumis au libre-arbitre de celui qui l'utilise, alors qu'il présente toutes les caractéristiques d'une mécanique scientifique stricte et incontournable. La formule sert alors de justificatif à l'opinion boursière de l'analyste.

La sensibilité aux conditions initiales des modèles d'analyse

Pour illustrer la sensibilité de la méthode des Discounted Cash-Flows (DCF) aux paramètres d'entrée, nous allons calculer la valeur d'une entreprise dont les cash-flows sont déterminés par les données suivantes :

- valeur l'année 1 : **100**
- croissance pendant la période de prévision : **7% par an**
- durée de la période de prévision : **15 ans**
- croissance à l'infini : **2,5%**
- coût du capital : **10%**

La formule des DCF donne une valeur fondamentale actuelle de **2012**.

Un coût du capital de 10% représente une bonne approximation de la moyenne du coût du capital en France. Mais supposons qu'un autre analyste, plus optimiste, ait retenu 9,4% comme valeur de capital. Il trouvera alors comme **valeur fondamentale 2218**, soit une différence de 10,4% avec la valeur précédente. Inversement, un analyste surestimant le bêta de cette entreprise et prenant comme coût du capital 10,6% obtiendra une **valeur fondamentale de 1838**, 8,6% plus faible que la première estimation. Si par malheur le cours de l'action se situe à 2000, les trois analystes émettront, avec les mêmes cash-flows, trois recommandations différentes. Étant donné les doutes planant sur le calcul des bêtas et la difficulté de prévoir la structure financière de long terme de l'entreprise, il semble impossible de pouvoir départager équitablement ces trois analystes.

Supposons le consensus sur le coût du capital établi à 10%. Il a fallu estimer la croissance des cash-flows de l'entreprise sur sa période d'avantage compétitif, ici 7%. Comment savoir si Carrefour ou Alcatel vont croître, en moyenne sur les quinze prochaines années de 7% par an ou seulement de 5,5% par exemple ? La question est pourtant de taille, car avec une croissance de 5,5%, l'entreprise ne vaut plus que **1747**, soit une baisse de 13,2%. En revanche, si la croissance moyenne estimée est de 8,5%, la valeur de l'entreprise sera de **2326**, soit une hausse de 15,6% par rapport à l'estimation initiale. La méthode des DCF est donc très sensible à l'estimation de la croissance de l'entreprise, alors que prévoir la croissance moyenne d'une entreprise sur 10 ou 15 ans est un exercice très périlleux.

Prenons un taux de croissance de 7%. Mais pourquoi la période de croissance ne serait-elle pas de 10 ans, au lieu de 15 ans ? Dans ce cas, le résultat de la formule est seulement de **1816**, soit une différence de 9,7%. En supposant une croissance sur 20 ans, l'entreprise vaut **2182**, 8,5% de plus qu'avec une croissance de 10 ans. Il est à noter que si la croissance avait été plus forte, comme par exemple dans le secteur de l'informatique, le modèle aurait été encore plus sensible à la durée de la période de croissance. Or, cette durée n'est qu'un paramètre introduit dans le modèle pour ne pas faire croître l'entreprise à l'infini plus rapidement que le PNB. Il est donc difficile de justifier sa valeur. Certains analystes s'y sont essayés, en définissant, dans le cas de l'EVA™, le concept de Competitive Advantage Period (CAP), ou période d'avantage compétitif. Mais le problème reste entier : qui peut dire aujourd'hui, si Intel ou Microsoft vont garder leur position dominante pendant 10 ans, 15 ans, 20 ans, ou plus, étant donné la rapidité d'innovation et la concurrence dans leur secteur ?

Les "facteurs mous"

Le sentiment de l'analyste intervient parfois de manière plus ostensible dans l'élaboration de la recommandation boursière. Certains facteurs qualitatifs ont en effet une influence considérable sur la destinée de l'entreprise : qualité du management, existence effective d'une stratégie de long terme... Ces paramètres ne peuvent pas être négligés, mais il ne sont pas chiffrables. La solution consiste alors à les intégrer dans certains "facteurs mous" qui servent à ajuster l'opinion boursière en fonction de l'avis qualitatif de l'analyste. Les paramètres sensibles vus au paragraphe précédent jouent souvent ce rôle ; il peut aussi s'agir du coût du capital à appliquer ou du bêta sectoriel de l'entreprise dans le cas des méthodes d'EVA. L'opinion intime de l'analyste trouve ainsi une voie pour exprimer son importance.

Cette méthodologie est plus ou moins bien formalisée suivant les sociétés de bourse : elle peut s'apparenter à un calcul de coin de table comme elle peut être étayée par des questionnaires d'évaluation demandant de noter de 1 à 5 chaque paramètre qualitatif...

Les paramètres spéculatifs

Enfin, à la subjectivité qui est présente dans le calcul de la part fondamentale du cours de bourse il faut ajouter celle liée à la part spéculative. C'est elle qui explique que nombre d'entreprises ont une "image boursière", qui reste accrochée à leur nom bien après que les choses ont changé. C'est ainsi que les banques françaises ont vu leur PER moyen passer de 7 à 12 en trois ans avec la mise en place de l'Euro. Il est probable en effet que les mouvements de concentration vont s'accélérer dans les prochaines années dans le secteur bancaire européen, mais cette évolution était prévisible avant 1995 et elle aurait pu être prise en compte dans les cours de bourse d'alors.

Michelin et l'aventure du C3M

Les journaux français se sont fait l'écho de l'expérience du C3M de Michelin, qui montre bien comment une image boursière peut être inexplicablement persistante. Michelin a mis au point il y a quelques années un procédé révolutionnaire de fabrication des pneus, baptisé C3M. L'ouverture récente du septième site utilisant cette méthode a fait bondir de 5,8% en une séance l'action Michelin, alors que la seule information nouvelle à strictement parler résidait dans l'ouverture de l'usine...

Source : L'Expansion n°565

Il n'est pas véritablement du ressort de l'analyste de spéculer sur la façon dont la perception d'une entreprise par le marché va évoluer ; ce sont généralement le vendeur de la société de bourse et le gérant qui prennent ces paramètres en compte, en fonction de ce qu'ils "sentent" du marché.

LA DIVERSITE DES OPINIONS BOURSIERES LAISSE UNE MARGE DE MANŒUVRE A L'ENTREPRISE VIS-A-VIS DES MARCHES

Nous avons vu que le marché est loin d'être aussi monolithique que les phénomènes de "bulles spéculatives" le laissent penser. Les opinions boursières sont en général très diversifiées, pour deux raisons essentielles :

- La diversité des acteurs, exigée par des logiques commerciales présentes à tous les niveaux
- La subjectivité des jugements boursiers, qui est de nature à détruire le mythe du chiffre univoque

La diversité des opinions boursières

Une étude menée par Merrill-Lynch sur le cas de la chimie aux Etats-Unis illustre bien la façon dont un cours de bourse est en fait l'amalgame de positions très différentes. La question à la base de la recherche est : pourquoi la valeur de l'action d'une entreprise chimique peut-elle varier d'un facteur 3 entre le haut et le bas du cycle de la chimie, alors que la chimie a toujours été cyclique et qu'on pourrait donc s'attendre à ce que les variations périodiques soient intégrées à tout moment dans le cours de bourse ? L'étude suggère que ce phénomène est dû au fait que les investisseurs intéressés par l'entreprise ne sont pas les mêmes en haut de cycle et en bas de cycle. La compréhension profonde des marchés nécessite donc de connaître les différentes philosophies qui s'y affrontent à tout moment, et leurs proportions respectives.

La diversité des marchés est évidemment lourde de conséquences sur la façon dont l'entreprise peut envisager sa relation avec ses actionnaires. Si le jugement des actionnaires institutionnels avait été monolithique, le cours de l'action variant mécaniquement en fonction de ce que le consensus pense de la façon dont l'entreprise est gérée, on aurait réellement pu parler de "dictature des marchés", car le dirigeant aurait alors eu tout intérêt à connaître les exigences de la bourse et à s'y conformer, sous peine de se voir sanctionner par le couperet du "vote avec les pieds". On a vu que la situation n'est pas exactement celle-là et que les actionnaires institutionnels sont de types variés, au point qu'il est nécessaire d'appréhender la diversité des opinions boursières si on veut vraiment comprendre le fonctionnement des marchés. Dans ce contexte, la liberté de mouvement du PDG est bien plus importante : sachant que le cours de bourse représente l'équilibre entre des opinions favorables sur l'entreprise et à peu près autant d'opinions défavorables ; sachant de plus qu'il est assez rare qu'un actionnaire institutionnel dépasse 5% du capital d'une entreprise, on voit qu'il est assez peu probable *a priori* qu'une décision stratégique réunisse l'unanimité de ces miettes de capital pour ou contre elle. En termes de communication financière, la diversité des actionnaires a pour conséquence qu'il est possible de mettre en place une approche marketing de l'information financière : dans la mesure ou le marché est compartimenté, on peut définir précisément les cibles que l'on veut toucher, et adapter les moyens de communication à ses caractéristiques.

L'approche marketing de l'information financière

La segmentation des marchés autorise l'entreprise à cibler son information financière. Cela peut avoir deux types de conséquences :

Une personnalisation du message délivré : il ne s'agit bien entendu pas de faire passer un message différent à chaque type d'investisseur, mais plutôt d'insister sur les points qui l'intéresseront. Un gérant *growth* aimera entendre parler d'avance technologique et de perspectives de croissance à long terme, tandis que son homologue *value* sera plus soucieux du *trigger event* susceptible de provoquer un rattrapage de la bourse. De même, suivant les modèles qu'ils utilisent, les analystes seront plus intéressés par la politique de distribution des dividendes ou par les cash-flow. Les chargés d'information financière des entreprises ont compris cela, particulièrement aux Etats-Unis où les marchés sont plus nettement compartimentés. Ils tiennent à jour des listes leur indiquant quels actionnaires suivent quelles méthodes d'investissement (*growth, value, growth at reasonable price etc.*) et s'adaptent ainsi à leurs personnalités. Ils disposent par ailleurs souvent des modèles des analystes et collaborent avec eux, vérifiant que leurs résultats sont cohérents.[10]

On peut aller plus loin dans cette direction, et réellement sélectionner ses actionnaires en fonction de leurs caractéristiques et de ce qui est bon pour l'entreprise. Il est rare à notre connaissance qu'une entreprise veuille des investisseurs *value* plutôt que *growth*. Par contre il est plus répandu qu'on cherche à privilégier les petits porteurs plutôt que les institutionnels par exemple : c'est ainsi que Saint-Gobain, qui va dénouer la fin de son noyau dur d'ici quelques mois, va axer sa campagne de communication de manière à privilégier cette catégorie. On peut aussi vouloir avoir des actionnaires d'un pays plutôt que d'un autre, européens plutôt qu'américains par exemple. Il n'est pas inimaginable qu'on affine encore les critères de choix en choisissant les investisseurs dont la méthodologie d'investissement s'adapte le mieux à la personnalité de l'entreprise.

Les gérants de fonds ont parfaitement conscience que n'ayant pas tous la même opinion, il ne sont pas en mesure de dicter leurs exigences aux entreprises dans lesquelles ils possèdent des participations. C'est pourquoi ils n'interviennent que dans les cas où il y a consensus du marché pour appeler de ses vœux une décision. Les développements précédents, qui montraient que les acteurs étaient menés par des logiques différentes, pourraient laisser penser que ces occasions sont rares. Ce n'est pas tout à fait vrai, parce que les marchés ont un caractère parfois spéculatif : comme l'explique A. Orléan, l'investisseur a tendance à suivre l'opinion générale quand lui-même estime ne pas avoir assez d'éléments pour décider ; cela veut dire que les acteurs sont individualistes et donc diversifiés dans les domaines où ils se sentent compétents, mais qu'ils peuvent adopter des comportements grégaires quand la situation est floue. C'est ce type de comportement qui est pour nous à l'origine des "modes financières", qui seront l'objet de la dernière partie de ce mémoire : les analystes et les gérants se posent un certain nombre (relativement limité) de questions communes, auxquelles ils connaissent des réponses toutes faites, des "modèles standards" : ce peut être par exemple la mise en place de ratios de création de valeur si la question initiale concernait la rentabilité des investissements. En l'absence de renseignements précis de la part de l'entreprise sur ces problèmes, les marchés exigent l'application des modèles standards. La force impérieuse de

[10] Ici comme dans beaucoup d'autres cas lors de cette étude, nous sommes à la limite de "l'asymétrie d'information" mise hors la loi par les autorités de régulation. Les entreprises qui utilisent ce genre de procédés font valoir qu'elles ne "corrigent" que les erreurs grossières, qu'un observateur extérieur aurait pu repérer. Comment croire cependant que le chargé de communication financière, qui a une idée des résultats de son entreprise avant que ceux-ci ne soient publiés, n'en tienne pas compte ?

ces modèles est renforcée par le caractère spéculatif qu'ils acquièrent vite (sachant que la bourse va bien réagir si l'entreprise applique cette solution, il est raisonnable d'acheter, donc la bourse réagit bien etc.).

PRET A PORTER OU SUR MESURE ?

Pour bien comprendre la mode actuelle et ses tendances, nous vous proposons de revenir quelques saisons en arrière afin d'assister au défilé de modes qu'a connu Wall Street depuis les années 1960. Ces quelques exemples nous permettront d'interpréter les modes actuelles, en gardant à l'esprit la question suivante : les modes sont-elles des tendances irrationnelles, semblables à leurs homonymes vestimentaires, ou ont-elles une raison plus profonde ?

DEFILE DE MODES A WALL STREET

Le -tronics boom

Revenons donc dans les années 1960, années où la croissance du secteur de l'électronique et la magie de cette nouvelle technologie faisait miroiter les yeux des golden boys. Chacun avait compris l'enjeu que représentait l'électronique et les investisseurs ne voulaient surtout pas manquer le coche. Pour les sociétés qui débutaient sur le marché, il s'agissait d'avoir un nom terminant par -tron ou -onics, ou rappelant vaguement l'électronique, afin de profiter de l'engouement du moment pour la croissance, les transistors ou les voyages sur la lune et réussir leur introduction en Bourse.

On peut citer l'exemple d'American Music Guild, une société de vente en porte à porte de disques, qui, avant son introduction en Bourse, a été rebaptisé Space Tone et dont l'action a été multipliée par 7 en quelques semaines; on peut se rappeler des Astron, Transitron, Circuitronics ou Videotronics, mais il faut reconnaître que la palme du meilleur nom doit revenir aux inventeurs de Powertron Ultrasonics.

Si les premiers investisseurs ont été gagnants au début du -tronics boom, ils ont dû déchanter lorsque le marché est revenu sur terre vers 1962 et que la bulle a explosé en plein vol, comme le montre le tableau suivant :

Société	Prix d'émission	Plus haut cours 1961	Plus bas cours 1962
Boonton Electronics	5,5	24,5	1,625
Geophysics of America	14	58	9
Hydro Space Technology	3	7	1

source : Burton Malkiel, A random walk down Wall Street

Les conglomérats

Grâce à l'optimisme et la croyance en l'avenir régnant dans les années 60, le thème de la croissance est resté cher aux coeurs des investisseurs, qui, passées les déceptions de l'époque tronics, étaient à nouveau prêts à payer comptant des perspectives d'avenir. Comme un besoin finit toujours par être satisfait, un nouveau credo est apparu sur le marché : la **synergie**, qui a lancé l'époque des conglomérats. Ce nouveau concept s'appuyait sur des bases solides : par la diversification, on pouvait atteindre une structure financière plus solide, des complémentarités de gamme, des gains d'échelle en frais généraux de production. Mais, à leur grand malheur, les investisseurs ont confondu un peu vite synergie boursière et synergie industrielle, croissance réelle et création artificielle de croissance.

En effet, par une suite de fusions acquisitions entre des sociétés de Price Earnings (PER) différents, les dirigeants de conglomérats pouvaient augmenter artificiellement leur bénéfice par action, et donc leur cours. Prenons par exemple une société pharmaceutique A, dont le marché évalue le PER à 20. Son bénéfice par action étant de $10, ses 1 000 actions s'échangent à $200 en bourse. Prenons maintenant une société B fabriquant des boulons, activité moins prometteuse qui ne lui autorise qu'un PER de 5. Elle est également composée de 1 000 actions, valant chacune $50 en raison d'un bénéfice par action de 10. Qu'advient-il si on marie A et B, en proposant aux heureux propriétaires de B une action de A valant $200 contre 3 de B, soit $150 ? Ceux-ci s'empressent d'accepter et d'empocher leur prime de $16 par action de B ($150/3). La société A réalise alors un bénéfice total de $10 000 + $ 10 000 = $ 20 000, et est composée de 1 333 actions, ce qui équivaut à un bénéfice par action de $15. La croissance du bénéfice par action, $5 soit 50% en une seule nuit, justifie pleinement le PER de 20 de A, dont le cours passe de $200 à $300. Le mariage est donc consommé pour la plus grande joie des (riches) propriétaires de A et B, qui n'ont maintenant de cesse de vanter les synergies entre les boulons et l'aspirine.

La mode des conglomérats, comme celle de l'électronique, a connu ses vedettes et ses gourous. Ainsi, Automatic Sprinkler Corporation (plus tard connu sous le nom d'A-T-O) a vu son chiffre d'affaires multiplié par 15 entre 1963 et 1968, uniquement par un jeu de fusions acquisitions avec des sociétés ayant un faible PER. L'équipe dirigeante, particulièrement dynamique et apte à découvrir les bonnes affaires, a réussi l'exploit de signer quatre fusions en moins de 25 jours. Cette nouvelle preuve de la compétence du management d'A-T-O a conforté la marché dans sa confiance dans les synergies, et l'action est passée de $8 en 1963 à $73 en 1967, pour retomber à $10 en 1969.

En effet, dès que la succession de fusions acquisitions se ralentit ou prend fin, l'effet comptable d'augmentation du bénéfice par action décrit auparavant s'arrête, les espoirs de croissance s'évanouissent donc et les investisseurs se réveillent avec entre les mains un conglomérat sans queue ni tête d'activités disparates et mal gérées. Le tableau suivant montre à quel point certains réveils ont été difficiles :

Société	**Plus haut cours 1967**	**PER**	**Plus bas cours 1969**	**PER**
Automatic Sprinkler	73,625	51	10,875	13,4
Litton Industries	120,5	44,1	55	14,4
Teledyne Inc	71,5	55,8	28,25	14,2

source : Burton Malkiel, A random walk down Wall Street

Les valeurs sûres

Après de tels déboires, il était temps pour le marché de tirer les leçons du passé et de réagir de manière plus raisonnable. Ainsi, les gérants de fonds en ont conclu que, quitte à investir dans des valeurs de croissance, mieux valait oublier les mirages de la croissance facile et rapide d'entreprises jeunes et prometteuses, et se concentrer sur les valeurs sures de croissance, c'est à dire des entreprises bien connues et établies, avec des perspectives de croissance plus faibles que les *start-ups* de l'électronique, mais garanties par un *track-record* solide. Ces *blue chips* (IBM, Rank Xerox, Kodak, Polaroïd) présentaient d'autres avantages : la taille de leur capitalisation permettaient aux institutionnels d'entrer ou de sortir sans perturber notablement leur cours, et un gérant prenait moins de risques vis à vis de ses clients et de ses confrères en perdant de l'argent avec IBM qu'avec Powertron Ultrasonics.

Malheureusement, une bonne idée trop copiée finit par devenir mauvaise. Le marché ne contenant qu'une cinquantaine de *blue chips* de la croissance, leur prix (leur PER) a commencé par augmenter significativement au fur et à mesure que les fonds institutionnels ont investi massivement dedans. Ce signal a été d'autant moins perçu comme dangereux par les investisseurs qu'ils justifiaient un prix élevé par la croissance future : après avoir acheté ces actions, il suffisait d'attendre patiemment et de récolter les fruits de la croissance en revendant au même PER. Avec de tels raisonnements, le PER d'une société comme Sony a atteint des sommets vertigineux (90 en 1972) qu'aucun plan de croissance raisonnable pour une entreprise de cette taille ne pouvait justifier. Et comme la raison finit toujours par triompher, le cours des *blue chips* a connu la même pente que celui des *top-models* de l'électronique ou des vedettes de la synergie.

Sociétés	**PER en 1972**	**PER en 1980**
Sony	92	17
Polaroïd	90	16
McDonald's	83	9
Walt Disney	76	11
Hewlett Packard	65	18

source : Burton Malkiel, A random walk down Wall Street

QU'EST-CE QU'UNE MODE ?

Au vu de ces trois exemples, on peut essayer d'interpréter le phénomène des modes boursières, comprendre comment elles apparaissent et essayer d'analyser les modes actuelles.

Un problème de fond

Au départ de chacune des modes, on retrouve invariablement un problème de fond général qui se pose au marché. La revue précédente peut avoir donné l'image d'un marché totalement irrationnel, en proie à des lubies se succédant à un rythme impressionnant. Il faut

bien voir que nous avons pris chaque fois des cas extrêmes afin d'illustrer notre propos : si certains investisseurs ont perdu de l'argent avec Powertron Ultrasonics ou A-T-O, d'autres en ont gagné à l'époque avec IBM, Apple ou General Electric; en d'autres termes, l'électronique ou les synergies industrielles n'étaient pas seulement des lubies du marché. Le point de départ de ces modes est bien un problème réel et rationnel, par exemple ne pas manquer la nouvelle technologie la plus prometteuse (informatique ou biotechnologie), dont le marché peut par la suite avoir exagéré la croissance, profiter des concentrations industrielles et des effets d'échelle (mode des conglomérats), ou encore investir dans des valeurs de croissance en limitant les risques pris (mode des valeurs sures). Comme un cours de Bourse contient une partie fondamentale et une partie spéculative, il n'est pas possible d'affirmer qu'il est totalement rationnel ou totalement irrationnel.

Une réponse simple et générique

Dans cette optique, la mode apparaît comme une réponse simple et générique à ce problème de fond : c'est la solution préconisée par le marché. En reprenant l'exemple des conglomérats, on se rend compte que les fusions ont été reconnues comme la meilleure façon de créer des synergies industrielles. C'est là qu'apparaît l'élément spéculatif d'une mode, c'est à dire que le cours d'une action va s'écarter durablement et significativement d'une valeur fondamentale raisonnable, du fait de l'engouement du marché.

Si une entreprise correspond à la solution préconisée par le marché (par exemple est une valeur sure de croissance fin des années 70), ou si elle la met en oeuvre (par exemple se lance dans une stratégie de fusion-acquisitions dans les années 60), elle verra son cours augmenter allègrement, car chacun anticipera que cette solution est reconnue par le marché et que le cours de l'action augmentera. On est alors dans un raisonnement spéculatif autoréférentiel, comme l'a bien décrit Keynes, qui ne sera détectable qu'après coup, lorsque la bulle spéculative cessera et que le cours de l'action se rapprochera d'une valeur plus proche de son niveau fondamental. Dans les exemples précédents, nous avons pu démontrer qu'une mode est spéculative en comparant le cours des actions au plus haut de la mode avec leurs valeurs quelques années plus tard, lorsque l'engouement est retombé. C'est ainsi qu'il n'est vraiment possible de parler de mode qu'au passé, et que, pour détecter les modes actuelles, nous n'avons pas de preuves formelles comme précédemment, mais seulement des signes, des indices qui nous paraissent toutefois suffisants.

Les dangers de la mode

Un dirigeant d'entreprise peut avoir intérêt à suivre les modes du marchés, c'est à dire mettre en œuvre les solutions préconisées par le marché, ne serait ce que pour répondre à la pression des analystes et gérants, décrite dans la deuxième partie, ou pour bénéficier du coup de pouce boursier qui s'en suivra, diminuer ses risques d'OPA et empocher ses stocks options. Suivre une mode pour un dirigeant signifie se lancer dans les années 60 dans une politique de diversification et d'acquisitions effrénée, ou, dans le cas d'un groupe chimique ou pharmaceutique des années 80, investir dans le secteur des biotechnologies. Or, comme Wall Street l'a montré à plusieurs reprises, poussée au bout de sa logique toute mode devient dangereuse, et une entreprise aura du mal à revenir en arrière, par exemple après quelques diversifications malheureuses. La question se pose en ces termes à un dirigeant d'entreprise : doit-il souscrire aux modes, même si elles lui semblent exagérées, risquées ou inefficaces sur le long terme, et profiter de la hausse de son cours de Bourse, ou doit-il essayer de résister au marché, de refuser les modes et voir son cours pénalisé par rapport à ses concurrents, avec tous les risques que cela comporte ?

Nous sommes d'avis qu'il existe une solution intermédiaire à cet apparent dilemme, qui consiste à résister aux modes sans voir son cours de Bourse s'effondrer. Nous allons essayer de le montrer en étudiant quatre modes actuelles, en définissant pour chacune d'elle le problème de fond initial, la solution générique reconnue par le marché et les risques et problèmes que celle-ci soulève.

LA CREATION DE VALEUR POUR L'ACTIONNAIRE

Le problème de fond

Il est arrivé dans le passé que la rentabilité de l'entreprise soit passée au second plan, derrière d'autres considérations, comme la croissance, l'intérêt général ou des intérêts familiaux, politiques ou sociaux.

On en trouve quelques exemples en France, où les entreprises pétrolières nationales devaient entre autre garantir l'approvisionnement énergétique du pays. De même, on peut citer les banques françaises, qui n'ont pas connu de réductions importantes d'effectifs ou de restructuration, malgré l'apparition de l'informatique, ou encore Renault, qui a eu une politique de bénéfice zéro.

Même aux États-Unis, patrie de l'actionnaire, des groupes pétroliers se sont illustrés par des projets de croissance basés sur des puits de plus en plus profonds et donc coûteux, qu'ils justifiaient par des prévisions du cours du baril de pétrole de l'ordre de $40. Le marché était loin de partager ces prévisions, si bien que ces sociétés pétrolières ont vu leur cours de Bourse plonger plus profondément que leurs puits et ont dû se résoudre à une discipline d'investissement plus stricte.

Il faut donc rappeler au management que les actionnaires ne leur confient pas des capitaux par philanthropisme, mais qu'ils en attendent un rendement. Aux États-Unis, les pension funds sont particulièrement attentifs à cette problématique : comme ils doivent placer leurs fonds sur le long terme, une différence de rentabilité de quelques points aura des répercussions très importantes sur la valeur des retraites qu'ils pourront offrir à leurs clients. Ainsi, un franc placé à 8% par an rapportera 4,32FF vingt ans plus tard, alors que placé à 10% par an, il vaudra 6,12FF, soit une différence de plus de 40% dans la valeur finale de l'actif, pour seulement 2% de différence de rendement (inversement, pour obtenir la même retraite, il faut travailler 20 ans dans le premier cas et seulement 16 ans dans le second). Selon un consultant américain, c'est cette exigence de rentabilité qui est à l'origine des excellentes performances de l'économie américaine ces dix dernières années.

Une solution simple et générique

La solution actuellement en vogue afin de sensibiliser le management à la rentabilité boursière du titre est la mesure de la rentabilité des capitaux de l'entreprise par le concept de création de valeur pour l'actionnaire.

Pour cela, on définit d'abord le coût moyen pondéré du capital, k. Le coût de la dette est le taux d'intérêt après impôts auquel l'entreprise pourrait souscrire sur le marché des capitaux de nouveaux emprunts long terme; on prend donc le coût de remplacement ou d'opportunité de la dette (en fait, cette question fait encore l'objet d'âpres et passionnantes

discussions que l'on peut retrouver dans l'annexe consacrée aux instruments d'évaluation des titres). Le coût des actions correspond lui au rendement attendu par les actionnaires, qui varie en fonction de la volatilité relative du titre par rapport au marché. Cette notion repose sur la théorie CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), décrite en annexe, et le coût des actions est donc égale à la somme du rendement sans risque (OAT à 10 ans) et de la prime de marché pondérée par le bêta du titre. Enfin, le coût moyen pondéré du capital, k, est égal à la moyenne pondérée du coût de la dette et de celle des actions.

Ensuite, on définit le rendement des capitaux employés par l'entreprise (*Return On Capital Employed*, ou ROCE en anglais). Il s'agit du rapport entre le résultat net de l'entreprise, avant frais financiers mais après impôts, et la somme des capitaux employés par l'entreprise, c'est à dire des immobilisations nettes et du besoin en fond de roulement. Là encore, le calcul du ROCE est discuté en annexe.

Enfin, on introduit l'EVA ou *Economic Value Added* en anglais, qui est la différence entre le ROCE et le coût moyen pondéré du capital : EVA = ROCE - k. Si l'EVA est positive, l'entreprise a rempli son contrat avec ses actionnaires, elle crée plus de valeur qu'on en attend d'elle et son avenir est assuré. En revanche, si l'EVA est négative, cela signifie que les capitaux de l'entreprise ne rapportent pas suffisamment et qu'ils seraient mieux employés ailleurs, ce qui ne présage rien d'encourageant pour l'avenir à long terme de l'entreprise.

ROCE, EVA et création de valeur pour l'actionnaire sont tellement en vogue qu'ils agrémentent avantageusement le rapport annuel de toute société digne de ce nom. Ainsi, chaque dirigeant d'entreprise rappelle à corps et à cris, dans ses lettres aux actionnaires, que son objectif principal est de créer de la valeur pour l'actionnaire, comme s'il n'en avait pas toujours été ainsi. Ce petit jeu peut devenir dangereux, comme le confirme l'exemple du cadre dirigeant d'une grande entreprise française, qui, après avoir affirmé lors d'un *road-show* qu'il s'évertuait à créer de la valeur pour l'actionnaire, n'a pas su répondre à la question du coût de son capital. La mode de l'EVA est encore renforcée par la publicité que fait le (florissant) cabinet américain Stern Stewart autour de sa formule, protégée par un copyright. MM. Stern et Stewart n'ont fait que remettre au goût du jour les travaux des prix Nobel Merton Miller et Franco Modigliani.

Les inconvénients de la mode

Selon les tenants de l'EVA, le dirigeant, armé de ces outils, peut facilement gérer son entreprise dans l'intérêt de ses actionnaires : il lui suffit de ne mettre en œuvre que les projets dont le ROCE dépasse le coût du capital. Néanmoins, calculer un coût du capital pour chaque division ou chaque projet relève de l'exploit, car il faut savoir en évaluer le risque (le bêta) particulier, alors qu'il n'existe pas de méthode de calcul du bêta, même pour une entreprise cotée (on prend en général le bêta historique, calculé à partir de la volatilité passée). En outre, il faut savoir répartir les dettes entre les différentes parties de l'entreprise. Ces difficultés poussent les praticiens, analystes comme dirigeants, à utiliser une valeur moyenne du coût du capital. Gérer une entreprise par l'EVA revient donc pratiquement à la gérer par son ROCE, quitte à donner aux différentes activités d'une même société des objectifs de ROCE différentes.

Or, le ROCE est un critère comptable qui peut donner lieu à quelques manipulations peu orthodoxes. La première d'entre elles concerne le *goodwill* ou survaleur, qui est, lors d'une acquisition de A par B, la différence entre le prix payé pour A et la quote-part de ses fonds propres inscrite au bilan de B. Le débat sur l'amortissement de la survaleur fait d'autant plus rage que le poids des survaleurs dans les bilans a augmenté, du fait du développement de

l'activité de fusion et de la hausse des Bourses. Trois théories s'affrontent : celle de l'amortissement sur 40 ans, qui revient à considérer la survaleur comme un actif; celle du maintien du *goodwill* sans amortissement, qui consiste à le considérer comme un actif intangible, comme le sont les participations financières; celle de l'annulation par soustraction du *goodwill* sur les capitaux propres, qui se base sur la cohérence avec l'absence d'écriture comptable du *goodwill* créé en interne. Le *goodwill* étant une partie importante des capitaux employés (dans certains cas la moitié), le ROCE d'une acquisition varie considérablement avec la méthode de traitement du *goodwill*. Supposons que deux sociétés, l'une française et l'autre anglaise, souhaitent acheter un concurrent S dont le ROCE avant achat est de 12%, et dont la survaleur est égale aux actifs. Pour la société française, qui amortit le goodwill sur 40 ans, le ROCE après achat de sa filiale S sera de 4,75% au bout d'un an, de 6,33% au bout de 20 ans et de 12% la 41ème année. Si la société anglaise décide d'imputer la survaleur sur ses capitaux propres, donc de l'annuler, le ROCE de sa filiale S sera invariablement de 12%. On voit donc l'importance du *goodwill* dans l'évaluation des acquisitions. La question qui se pose alors est de savoir si le cours de la société française sera pénalisée par rapport à celui de son concurrent anglais, qui apparemment crée de la valeur là où la société française en détruit.

Le ROCE est également sensible aux frais de recherche, de publicité, de maintenance, qui diminuent le résultat net de l'entreprise. Ainsi, un dirigeant qui sacrifierait les investissements de remplacement du capital ou la recherche améliorerait, au moins à court terme, le ROCE de la société qu'il prétend gérer. Aurait-il créé pour autant de la valeur pour ses actionnaires ? Le dilemme court terme / long terme se pose également pour un investissement important de long terme ou pour un redéploiement stratégique. En effet, un investissement de grande taille va réduire durablement le ROCE de la société, dans la mesure où il augmente fortement les capitaux employés et ne produira pas de bénéfices avant quelques semestres. Un dirigeant, soumis chaque trimestre ou semestre aux questions des analystes, peut-il encore se permettre d'investir sur l'avenir et de ne pas battre le coût de son capital pendant quelques années ? La question est d'importance, comme le montre le cas de Saint-Gobain, dont le cours a été fortement pénalisé à la suite de l'acquisition de Norton en 1990. Le marché a notamment considéré que Norton ne valait pas le prix payé, alors que la direction voyait avant tout dans cette opération un changement stratégique majeur, une mutation du groupe. Depuis, le marché a reconnu l'opportunité de cette acquisition, et la capitalisation du groupe est passée en sept ans de 13 Milliards de Francs à 104 Milliards, mais, au début des années 90, du fait de sa décote, Saint-Gobain aurait-il pu résister à une OPA sans son noyau dur ?

On peut également douter de l'intérêt de la gestion d'une entreprise par le ROCE ou l'EVA dans le cas d'une industrie cyclique, comme la chimie ou l'aluminium. En bas de cycle, le ROCE de toute l'industrie, indépendamment des performances des équipes dirigeantes, est sensiblement inférieur au coût de son capital. Quel sera la conséquence sur les cours de bourse des sociétés concernées ? Et doit-on pour autant, comme le recommande la théorie, arrêter d'investir dans la chimie en bas de cycle, ou faut-il au contraire profiter des bonnes affaires du moment ?

Résister ou souscrire ?

Au vu des remarques précédentes, on peut se demander si un dirigeant doit souscrire entièrement à la mode de l'EVA, et essayer d'améliorer coûte que coûte son ROCE, ou s'il peut conserver ses objectifs et sa stratégie à long terme, en prenant du recul par rapport à son ROCE à court terme, mais en gardant un œil sur la rentabilité à long terme ? La réponse réside bien sûr dans la réaction des marchés : sanctionneront-ils ou non un dirigeant de la seconde

catégorie par rapport à ses concurrents adeptes de l'EVA ? Nous avons posé ce problème aux analystes que nous avons rencontrés, et qui nous ont fourni les éléments de réponse suivants.

Pour ce qui est de la survaleur et de son amortissement comptable, certains analystes nous ont affirmé qu'ils réalisaient tous les retraitements nécessaires afin d'harmoniser les différents usages comptables européens. D'autres, au contraire, ont admis qu'ils n'avaient pas toujours suffisamment de temps à consacrer à ces calculs rébarbatifs, et qu'ils ne connaissaient pas l'intégralité des acquisitions des dix dernières années des sociétés qu'ils étudient. Alors, une société annulant les *goodwills* bénéficiera-t-elle d'une prime boursière ? A notre sens, non, car, comme il a été dit dans la troisième partie, l'EVA n'est pas le critère dominant du marché, loin s'en faut. De nombreux analystes utilisent d'autres critères (PER, *Sum of the Part*, *Discounted Dividends*, *Discounted Cash-Flows*), où le traitement de la survaleur est loin d'être aussi important. Ainsi, il joue toujours sur le résultat net du PER, mais avec moins d'influence (1/40ème de la survaleur est amortie par an), et disparaît totalement dans une analyse basée sur les cash-flows. Comme le marché ne réagit pas directement en fonction du ROCE, les sociétés anglaises ne seront vraisemblablement pas favorisées par rapport à leurs concurrentes soumises au droit français.

De même, nous avons posé le problème des stratégies à long terme. Certains investisseurs, notamment les pension funds américains, peuvent garder un titre dans la durée, de trois à cinq ans dans la majorité des cas. Ils acceptent alors un ROCE faible sur le court terme s'ils ont des perspectives suffisantes sur le long terme. Ainsi, la direction de Pechiney, lors de la préparation de la privatisation du groupe, a annoncé au marché en 1995 la mise en place d'un ambitieux plan de réduction des coûts, baptisé Challenges. Elle a cependant demandé à n'être jugée que lorsque les résultats seront pleinement visibles, vers fin 1997. L'analyse du cours de Pechiney entre 1995 et 1998 montre que, malgré quelques périodes de doute, ses actionnaires principaux (des *pension funds* américains) ont su être patients et n'ont pas vendu. De même, Total a réalisé des investissements importants au Venezuela qui diminuent fortement sa rentabilité à court terme. Le service d'information financière donne donc deux ROCE, un à court terme sans l'effet de ces investissements, et un à long terme avec l'excellente performance boursière de Total montre que le message est clairement perçu par la communauté financière. Une entreprise peut donc avoir un ROCE momentanément inférieur à la moyenne de ses concurrents sans être sanctionnée par le marché, à condition d'expliquer pourquoi sa rentabilité est moindre que celle de la moyenne de son secteur, et surtout d'être en mesure de donner des objectifs de ROCE suffisants à long terme. Le marché réagira alors en fonction de l'évolution du ROCE et de son amélioration, et non de sa valeur absolue.

Un bémol doit cependant être ajouté : si le marché évalue correctement (et apprécie) les stratégies de restructuration sur deux à trois ans, qu'en est-il des projets de réorganisation, de redéploiement d'un groupe sur une période plus longue? L'exemple de Saint-Gobain et Norton semblerait montrer qu'il en est incapable. Nous ne pouvons pas donner une réponse tranchée à cette question, tout au plus nous contenterons nous de citer l'exemple de l'entreprise chimique ICI, qui, contre toute attente, a acheté pour près de 5 Milliards de Livres Sterling la chimie d'Unilever. Cette acquisition, cher payée au vu des faibles synergies dégagées, correspond à une refonte totale d'ICI, qui a annoncé qu'il quitterait son métier de base, la chimie lourde, pour se concentrer sur la chimie de spécialité. Après une période d'attente de quelques mois, le marché réagit, jusqu'à présent, favorablement à cette annonce de redéploiement, que les premières cessions d'ICI dans la chimie industrielle confirment.

Enfin, il reste le cas des industries cycliques. En principe, les analystes ne considèrent pas le ROCE année par année, mais définissent un intervalle de variation acceptable du ROCE le long du cycle, avec un objectif de rentabilité sur la moyenne du cycle. Ainsi, un analyste du fonds Lord Abbett considère que le ROCE d'une entreprise chimique ne doit pas descendre en

dessous de 5% en bas de cycle, qu'il peut atteindre 15% en haut de cycle, et que sa moyenne doit avoisiner les 10%. Cela signifie-t-il pour autant qu'elle ne sera pas pénalisée en bas de cycle avec un ROCE de 5% ? Une étude de la société Merrill Lynch semble prouver le contraire : elle montre que les fusions-acquisitions dans la chimie sont surévaluées en haut de cycle et sous-évaluées en bas de cycle; elle montre également qu'il en est de même pour les cours des groupes chimiques. Il est normal que leurs cours fluctuent au cours du cycle, mais cette fluctuation paraît exagérée par rapport à celle de leur valeur fondamentale calculée par une méthode de cash-flows actualisés. En d'autres termes, le marché surréagit en haut et bas de cycle. Le premier phénomène (les acquisitions) peut s'interpréter par la disponibilité des cash-flows. En effet, les acquisitions se font entre entreprises chimiques, qui disposent toutes d'une trésorerie abondante et de projets de croissance en haut de cycle, et qui doivent toutes se serrer la ceinture en bas de cycle. En revanche, le fait que le marché surévalue les bénéfices en haut de cycle et les sous-évalue en bas de cycle n'a d'autre explication que la psychologie des investisseurs, qui se désintéressent d'un marché saturé en bas de cycle. En définitive, cette sous évaluation passagère n'est pas fatale pour les entreprises chimiques, dans la mesure où elle touche le secteur dans son ensemble, et non une entreprise particulière qui serait alors un proie vulnérable à une O.P.A.

LE RECENTRAGE SUR LE *CORE BUSINESS*

Le problème de fond

Cette fois, le problème à l'origine du recentrage sur le *core business*, c'est à dire la stratégie qui consiste à se concentrer sur une ou deux activités où l'entreprise dispose d'avantages concurrentiels, et à revendre les autres métiers, est double.

D'une part, l'actionnaire veut pouvoir contrôler la répartition des cash-flows à l'intérieur du groupe dans lequel il a investi, afin d'éviter qu'une branche d'activité, performante et génératrice de profits, ne subventionne plus ou moins discrètement une autre branche déficitaire. Dans ce cas, il préfère encore que l'argent se perde dans sa propre poche, c'est à dire qu'il récupère la manne d'argent issue de l'activité bénéficiaire et décide lui-même de l'investir ou non dans celle en difficulté.

D'autre part, le recentrage, en diminuant le nombre de métiers d'une entreprise, en améliore la lisibilité pour l'extérieur. Un analyste comprendra mieux une entreprise simple et monoproduit qu'un conglomérat complexe, car non seulement la structure sociale sera plus facile d'accès, mais surtout les résultats de l'entreprise dépendront d'un plus petit nombre de facteurs : législation, déterminants macro-économiques, concurrents. Ainsi, les analystes et donc le marché en général seront plus à même de prévoir les bénéfices de l'entreprise et donc d'éviter les surprises, bonnes ou mauvaises, qui ne sont jamais du goût des investisseurs et diminuent la visibilité du titre.

Une solution simple et générique

Pour passer d'un conglomérat diversifié à une entreprise centrée sur ses métiers de base, la solution reconnue par le marché est le spin off. Il s'agit de la scission du groupe initial en deux ou plusieurs entités ne comprenant que des activités jugées complémentaires. Cette scission peut se faire soit en vendant progressivement sur le marché des actions de l'une des

deux filiales, soit en donnant aux anciens actionnaires du groupe initial des actions des deux nouvelles entités.

Les exemples ne manquent pas, tant en France qu'aux États-Unis. Dupont de Nemours a annoncé son intention de se concentrer sur la pharmacie et les biotechnologies et de se défaire de ses activités de chimie, regroupées dans sa filiale Conoco. Le jour où 20% des actions de Conoco ont été placées sur la marché, l'action Dupont a fait partie des plus fortes hausses de Wall Street. De même, en France le groupe Chargeurs a séparé ses activités textiles et cinématographiques, dont la complémentarité n'allait pas de soi. Enfin, on peut citer le cas de Rhône-Poulenc, qui, en investissant dans les sciences de la vie, a longtemps espéré se faire passer auprès des investisseurs pour un groupe pharmaceutique et non chimique, en vain. Quand on connaît la différence de *Price-Earning* entre la pharmacie (de l'ordre de 20-25) et la chimie (entre 10 et 15), on se rend mieux compte de l'impact sur le cours de bourse d'un changement d'image boursière. Maintenant, Rhône-Poulenc va se scinder en deux entités, l'une chimique, Rhodia, et l'autre pharmaceutique, Rorer. A cette seule perspective, on sent le cours de Rhône-Poulenc frémir.

En quoi le *spin off* est-il une mode ? D'abord, c'est une pratique relativement nouvelle, surtout pour les marchés européens, et qui tend à être de plus en plus utilisée. De plus, elle est maintenant dans toutes les têtes des analystes et des gérants, comme le montrent leurs questions insistantes, en *road-shows*, à la direction d'ELF sur l'opportunité de garder leur participation dans le pharmacien Sanofi. Enfin, chaque annonce de spin off a été invariablement saluée par le marché. Certes, on a vu qu'il était normal que le marché accorde une prime à la scission, dans la mesure où l'entreprise recentrée est plus lisible et ses *cash flows* plus faciles à contrôler. Néanmoins, on peut se demander si cette prime n'est pas actuellement surévaluée, d'autant qu'elle repose en grande partie sur la notion de décote de holding. En effet, la valeur d'une holding financière est toujours inférieure, sur le marché, à la somme de ses actifs; lorsque une entreprise se recentre, une partie de cette décote est récupérée dans la valorisation boursière. Or, jusqu'à présent, aucune théorie financière ne peut vraiment justifier l'existence de cette décote ou en proposer un mode de calcul, et ce malgré le nombre de travaux effectués sur le sujet. Le fait est que les gérants prennent la décote pour un fait acquis, ce qui suffit à perpétuer son existence.

Les inconvénients de la mode

Le spin off est-il donc un modèle à suivre les yeux fermés, puisqu'il semble avoir les faveurs du marché ? Est-il toujours opportun pour une entreprise présente sur plusieurs activités différentes de se scinder en deux, voire plus ?

Parmi les inconvénients des *spin offs*, le premier est qu'ils fragilisent les entreprises, en les rendant plus vulnérables à une OPA. En effet, le plupart des OPA des années 90, amicales ou non, ne sont pas l'œuvre de financiers comme au début des années 80, mais plutôt d'entreprises concurrentes, qui cherchent à se renforcer en se concentrant. On en trouve des exemples dans des secteurs aussi divers que l'automobile (Daimler Benz et Chrysler), la chimie (Ciba et Allied Colloïds), les assurances (Allianz et UAP), la grande distribution (Promodes et Casino). Or, dans le cas d'une OPA inamicale, une entreprise, après un spin off, est une proie plus vulnérable, car non seulement sa capitalisation est moindre, mais surtout l'attaquant n'aura pas à la dépecer après sa prise de contrôle, c'est à dire qu'il n'aura pas à se débarrasser des parties de sa cible ne correspondant pas à son secteur d'activité. Un des commentaires entendus pour justifier la scission d'Hudson, un conglomérat américain, était : «cotée indépendamment, l'activité chimie serait une cible attrayante pour un grand groupe chimique européen ou américain». Les actionnaires institutionnels sont certainement

conscients que les *spin offs* augmentent les risques d'OPA, mais ils y trouvent leur compte, car, pour un actionnaire minoritaire, OPA est avant tout synonyme de plus-value. On comprend mieux qu'ils soient hostiles aux *poison pills* visant à se défendre contre une OPA, comme l'augmentation de capital en cas d'OPA, dont l'utilisation a été refusée par un vote en assemblée générale aux dirigeants de Pechiney.

En outre, les *spin offs* accroissent le risque de défaillance d'une entreprise, qui est alors plus sensible à la conjoncture de son activité unique. Un principe de construction des holdings était de diversifier les risques en regroupant des activités dont les volatilités ont une covariance négative, c'est à dire dont les résultats varieront en sens opposé en fonction de l'évolution de certains déterminants macroéconomiques (inflation, taux de change,...). Ainsi, le secteur de l'industrie pétrolière et celui de l'automobile réagiront différemment à une hausse du cours du brut. Le risque (la variance) associé à un conglomérat est alors inférieur à la somme des risques (des variances) correspondant à chacune de ses parties. La capacité d'endettement du conglomérat a alors augmenté par rapport à celle de ses parties, et la prime de risque exigée par ses créanciers, donc ses frais financiers, diminue, ce qui revient à créer de la valeur pour ses actionnaires.

Sur ce sujet, la doctrine des marchés financiers consiste à dire que les actionnaires préfèrent diversifier eux-mêmes leurs risques au niveau de leur portefeuille d'actions, en choisissant des titres ayant des covariances négatives, et que la diversification financière par portefeuille sera plus efficace que celle mise en oeuvre au niveau de l'entreprise. Il y a ici encore une différence d'intérêt entre les actionnaires et ceux qui, à l'intérieur de l'entreprise, auraient à subir les conséquences de la défaillance de l'entreprise. En plus du risque 'naturel' conjoncturel associé à un secteur donné, il existe un risque de guerre commerciale, lorsqu'un concurrent essaie de prendre des parts de marché par une politique de prix agressive, comme Microsoft qui a offert la première version de son Internet Explorer. Dans ce cas, la diversification permet à l'entreprise de supporter cette attaque : Netscape a sûrement pâti de ne tirer de ressources que de son Navigator. De même, Samsung a pu survivre à la guerre de la D-RAM grâce au soutien de ses autres activités. Enfin, les scissions peuvent détruire des synergies industrielles ou administratives existantes.

Une autre critique des scissions vient de la théorie des matrices stratégiques développée par le BCG dans les années 60. Selon cette théorie, on distingue les vaches à lait (ou *cash cows*), c'est à dire les activités mûres, où l'entreprise dispose d'avantages concurrentiels, et donc générant d'importantes rentrées de flux de trésorerie, des stars, c'est à dire des activités nouvelles, nécessitant de forts investissements et où les parts de marché sont encore à disputer. Dans ce schéma, il faut utiliser les liquidités dégagées par les *cash cows* pour financer le développement des stars. D'après les tenants de la mode des *spin offs*, après scission, les *cash cows* doivent redistribuer, sous forme de dividende ou de rachat d'actions, leurs liquidités aux actionnaires qui décideront dans quels stars il vaut mieux investir. Cependant, un tel schéma n'est pas toujours facile à mettre en œuvre, comme dans le cas de la téléphonie mobile en France. Qui aurait pu faire concurrence au réseau de France Télécom, seul opérateur de téléphonie fixe hexagonal, donc seul groupe centré du secteur ? Étant donné l'énorme investissement nécessaire à la mise en place d'un réseau de mobiles, il n'y avait que des groupes diversifiés dans d'autres activités (Vivendi, Bouygues) pour pouvoir concurrencer Itinéris. Ces deux groupes développent ainsi leur réseau en s'appuyant sur leur 'rente' dans le secteur de la construction ou de la distribution des eaux.

Résister ou souscrire ?

Etant donné les risques et inconvénients que représentent les scissions, que doit faire un dirigeant souhaitant garder plusieurs activités ? Sera-t-il condamné à payer une décote de holding, ce qui peut signifier à terme une OPA ou une capacité de financement moindre que ses concurrents recentrés ?

En fait, le marché n'est pas aussi dogmatique qu'on peut le penser : il ne demande pas que toutes les entreprises ne soient présentes que sur un seul secteur d'activité. En revanche, pour limiter leur décote, les groupes diversifiés doivent pouvoir justifier la complémentarité de leurs différentes activités, l'existence de synergies, ainsi que la répartition de ses cash-flows. Une des justifications de la décote de holding est la perte d'information dans le cours de bourse des conglomérats. En effet, le cours de bourse d'une entreprise monosectorielle est, pour l'investisseur, source d'information sur les perspectives et l'évolution de l'entreprise et de son secteur en général (il l'est également pour le management). Dans le cas d'un conglomérat, les actionnaires et les dirigeants doivent déduire d'un seul cours de bourse des perspectives sur des secteurs ou des activités différentes; ils n'y arriveront qu'imparfaitement, ce qui justifie la décote. Si le conglomérat fait l'effort de présenter les comptes, résultats financiers et flux de trésorerie de chacune de ses divisions, plutôt que ces mêmes données consolidées au niveau du groupe, il réduira le déficit d'information et donc sa décote de holding.

Pour s'en convaincre définitivement, on peut prendre l'exemple de Bouygues, dont le cours des trois dernières années est illustré sur le graphique suivant. Le groupe est coté depuis 1970; il s'est diversifié depuis le secteur du bâtiment à partir du début des années 1980. Comme le montre le début du graphe, jusqu'en 1996, son cours reproduisait l'évolution du CAC 40, en l'amplifiant légèrement. Mais il s'est mis à plafonner en 1997 et a décroché significativement du CAC 40. Devant l'accélération de la diversification, notamment dans le téléphone portable, les investisseurs, en particulier anglo-saxons, se sont mis à considérer le groupe comme une holding financière disparate et lui ont donc appliqué une forte décote. Devant le risque d'OPA, la direction a décidé de changer sa stratégie de communication financière. Elle a remis aux analystes, pour la première fois en deux ans, les comptes détaillés de Bouygues Télécom, et leur a expliqué comment elle comptait financer les nouveaux investissements dans les télécommunications (donc a détaillé la répartition interne des cash flows). De plus, elle a insisté sur l'image de groupe industriel, de culture d'entreprise et sur les synergies internes. L'évolution du cours au début 1998 montre que le message est bien passé et qu'il a permis de réduire considérablement la décote de holding.

La médiatisation des managers

Un des effets les plus frappants des modes financières est la médiatisation croissante des managers.

Acheter une action revient en effet à acheter ses performances futures ; comme nous l'avons vu avec le cas de Pechiney, les investisseurs sont capables de parier sur une stratégie de long terme. Ils doivent donc être persuadés d'une part que cette stratégie est la meilleure à mettre en œuvre pour l'entreprise, et d'autre part que l'équipe dirigeante tiendra ses promesses et aura le talent suffisant pour mener à bien cette stratégie. La confiance est la clé de voûte des relations entre actionnaires et dirigeants : comme aiment à le répéter les institutionnels américains que nous avons rencontrés, en investissant dans un titre, ils achètent plus la compétence de la direction que la valeur des actifs.

Pour s'assurer qu'un patron est bon et qu'on peut lui faire confiance, la marché a retenu la solution la plus simple : choisir quelqu'un qui a fait ses preuves ailleurs. C'est la base de la notion de *track record* : le passé des managers est analysé, on regarde quels ont été ses résultats dans ses postes précédents, s'il a tenu les engagements pris devant ses actionnaires.

Le risque de la méthode du *track record* est d'abord de croire qu'il existe de bons dirigeants, capables de se sortir de n'importe quelle situation, et de mauvais, qui seront indéfiniment des losers. On en arrive alors au concept du P.D.G. volant, inventé avec succès par un célèbre fonds américain : chaque fois que ce fonds prend le contrôle d'une société en situation difficile ou sous-évaluée, il envoie à sa tête l'un des membres de son équipe de choc en réanimation d'entreprise, qui restera un à deux ans et lui appliquera ses recettes bien rôdées, puis, une fois le cours de bourse sauvé, s'envolera pour de nouvelles aventures.

De même, on peut s'interroger sur la médiatisation à outrance des P.D.G. et la sur-évaluation de leur importance dans l'entreprise. En effet, si l'influence de la qualité des dirigeants sur les performances d'une entreprise est indéniable, ce n'est pas le seul facteur déterminant, et on peut raisonnablement se demander si la réaction du marché à l'annonce d'un P.D.G. n'est pas parfois excessive. Prenons l'exemple du Club Méditerranée, échangé à 358FF l'action le 20/02/97. Le lundi 24/02, la cotation du titre est interrompue, pour cause de conseil d'administration extraordinaire, qui annonce la nomination de D. Bourguignon à la tête de l'entreprise. Dès le lendemain, l'action bondit à 431FF. Assurément, D. Bourguignon est un bon P.D.G., puisqu'en une seule nuit, il a fait monter le cours du Club Méditerranée de 21,5%, et a donc créé 900 Millions de francs de valeur pour l'actionnaire. Le surlendemain, le mercredi 26/02/97, l'action poursuit sa hausse à un cours de 451FF, alors que D. Bourguignon n'a toujours pas fait de déclaration importante. Certains analystes ont parlé de «chèque en blanc signé par le marché». Le 27/02, le cours connaît une correction, appelée par les experts une prise de bénéfices, déjà une preuve que la flambée précédente était spéculative. Ensuite, le cours redescend progressivement vers son niveau d'équilibre, autour de 430FF. Il apparaît donc clairement que le marché a sur-réagi à l'annonce du changement de direction et que l'envolée du cours était en partie spéculative.

Face à la médiatisation croissante des dirigeants, la tentation est grande de choisir un PDG plus selon ses talents de communicateur et son aura publique qu'en fonction de ses compétences. Est-il nécessaire d'avoir un PDG médiatique pour bénéficier d'un bon cours de Bourse ? Comme élément de réponse, citons l'exemple de Jack Welsh, CEO de General Electric, qui n'est pas le modèle de l'idole des salles de marché : ses capacités de communicateur ne sont pas citées en exemple et il n'est pas très à l'aise devant un parterre nourri de journalistes ou d'analystes. Mais il a derrière lui une équipe de vingt communicateurs financiers, qui travaillent d'arrache pied pour son image et celle de GE. Ils réalisent un *road-show* par semaine, rendent visite aux *pension funds* des états les plus reculés, et connaissent toutes les ficelles d'un bon dossier de presse si bien que le cours de G.E., qui ne correspond pas non plus à la mode du recentrage sur le *core business*, fait plus d'un envieux parmi ses concurrents.

LE ROLE DE LA COMMUNICATION FINANCIERE

Prêt à porter ou sur-mesure ?

Est-on obligé de s'habiller en prêt à porter, ou peut-on s'essayer au sur-mesure ? Une entreprise doit-elle appliquer les modes, la pensée unique du marché ou y a-t-il de la place pour des réponses originales aux problèmes communs ?

Comme on l'aura compris au travers des exemples développés plus haut, nous penchons pour la seconde alternative. Le marché ne connaît pas de doctrine absolue, pour résister à ses solutions toutes faites et appliquer sa stratégie propre, il suffit de s'expliquer et de savoir justifier ses choix, avec de bons arguments de préférence (ce qui suppose d'en avoir). Les dirigeants gardent donc une marge de manœuvre même face aux modes du marché.

La communication financière joue un rôle fondamental pour préserver cette marge de manœuvre, dans la mesure où il lui incombe de justifier les décisions de l'entreprise lorsque celles-ci ne sont pas conformes aux modes. Intervient alors un élément frappant de la communication financière : la proximité qui peut exister entre analystes et informateurs financiers. Ainsi, ces derniers ne se contentent pas de corriger les fautes d'orthographe ou de calcul des études qu'on leur soumet avant publication (aux États-Unis, nous avons même rencontré un informateur qui disposait des pages de calcul Excel qu'utilisait un analyste pour calculer les prévisions de résultat de l'entreprise). Si un analyste défend une idée nouvelle sur le titre (que pourra lui avoir soufflé l'entreprise), et qu'il émet une recommandation d'achat, il devra faire le tour de la place et rencontrer des gérants pour les gagner à son opinion. Il arrive maintenant qu'il soit assisté dans ces réunions par un représentant de l'entreprise, en principe l'informateur financier, qui apportera une caution morale et des précisions supplémentaires à la démonstration. L'analyste, qui pour des raisons commerciales cherche à se démarquer de l'opinion générale et de présenter une histoire d'investissement originale, et l'informateur financier, qui doit défendre les choix de l'entreprise lorsqu'ils ne sont pas conformistes, défendent alors la même cause et deviennent presque des partenaires.

L'image avant tout

On peut même aller un peu plus loin dans cette thèse : une bonne communication financière peut créer une image boursière du titre conforme aux modes et aux attentes du marché, ce qui permet de doper son cours de Bourse (ou au moins de le soutenir) en faisant l'économie de grands changements internes.

En effet, les gérants de fonds sont des professionnels comme les autres, ils ont leurs préoccupation et leur jargon, et si une entreprise sait leur parler de leurs préoccupations dans leur jargon, elle a déjà parcouru une bonne partie du chemin. En d'autres termes, la communication financière doit s'articuler en fonction des thèmes et des grandes interrogations du moment; indépendamment des solutions proposées, les investisseurs y percevront le signal de ce que l'entreprise se préoccupe d'eux et a conscience de leurs intérêts. Ainsi, un gérant de fonds actif sur la Bourse italienne considère que la maîtrise du langage des investisseurs anglo-saxons par les sociétés italiennes est une des raisons de la hausse de cette Bourse, du fait de l'afflux de capitaux américains et anglais.

La meilleure démonstration nous en est encore donnée par une étude du Crédit Suisse First Boston, en date du 16 septembre 1996, intitulée «Sprechen Sie Shareholder Value ? »

(parlez-vous valeur actionnariale ?). Cette étude s'adresse aux gérants internationaux quantitatifs ou *top-down*, c'est à dire aux gérants qui distribuent leurs fonds entre les principales Bourses en fonction de modèles macroéconomiques, intégrant par exemple l'inflation, la croissance du P.N.B., l'évolution du taux de change et censés prévoir la performance du marché en général. Une fois l'allocation de capitaux entre pays réalisée, ces gérants achètent directement les indices boursiers, sans choisir de titres en particulier. Les conclusions de l'analyste du CSFB sur cette allocation sont les suivantes : il faut absolument surpondérer l'Allemagne et sous-pondérer la France, car le Francfort DAX va être la *success story* de la fin des années 90 en Europe alors que le CAC 40 va rester lamentablement à la traîne de toutes les Bourses de l'Union Européenne.

Certes, comme le reconnaît l'analyste, les perspectives macro-économiques sont catastrophiques dans les deux pays : une croissance molle à court terme, la rigueur budgétaire afin de remplir les critères de Maastricht, des monnaies fortes pénalisant les exportations, une fiscalité défavorable au capital, des risques de grève importants, le déficit des systèmes de protection sociale, et bien sûr des coûts salariés trop élevés. Mais la différence ne se fera pas sur l'environnement macro économique. Le DAX va s'envoler à moyen terme parce que les entreprises allemandes ont compris le concept de *shareholder value* ou valeur pour l'actionnaire et l'ont intégré dans leur stratégie, si bien que cette transformation en profondeur de la culture actionnariale allemande compensera les effets négatifs à court terme de la situation macroéconomique. Inversement, les sociétés françaises, les banques loin en tête, persistent à ne pas vouloir créer de la *shareholder value*, et cet entêtement coupable vaudra au CAC 40 quelques années de pénitence.

Pour appuyer sa thèse, l'analyste a sélectionné quatre critères d'évaluation de l'attitude des entreprises vis à vis de leurs actionnaires, à savoir l'amélioration du ROCE, les rachats d'actions, le recentrage sur le *core business* et la transparence comptable. Le lien avec certaines modes évoquées précédemment n'aura échappé à personne. Du côté du ROCE, selon l'analyste, les conditions économiques difficiles devraient inciter les groupes allemands à réaliser de fortes réductions de coûts et à se restructurer, ce qui améliorera fortement leur rentabilité une fois les beaux jours revenus. Passons aux *share buybacks*. Certes, en 1996, elles sont toujours interdites, mais le gouvernement allemand a mis un projet de loi à l'étude, qui devrait aboutir en 1998, voire fin 1997. Voilà de quoi alimenter les espoirs les plus fous, surtout lorsque l'on sait que BASF et Bayer ont émis un avis favorable à ce changement de législation.

En 1996, il n'y a pas encore eu en Allemagne d'exemple de recentrage sur le core business, mais comme le pressent l'analyste, les choses sont en train de changer : Hoechst n'a-t-il pas dit qu'«une scission aurait un sens» ? Dommage que Bayer se soit prononcé contre les *spin offs*, il aurait pu bénéficier lui aussi de la spéculation qui a suivi l'annonce de Hoechst : +10% par rapport au DAX entre le 14 et le 28 mars 1996. Heureusement, il lui reste encore le thème de la transparence pour se rattraper. Quand on sait que Veba utilise maintenant le modèle comptable USA GAAP et que des sociétés comme Hoechst, Bayer et Basf ont dit qu'elles feraient plus pour «accroître la transparence et la valeur pour l'actionnaire», on peut parler de véritable révolution outre-Rhin. L'analyste se félicite même de ce que Munich Re, un des leaders mondiaux de la réassurance, Krupp et Hoechst ont tenu cette année la première réunion d'analystes de leur histoire. Il était temps...

Au total, l'investisseur n'a pas grand chose de concret à se mettre sous la dent, hormis quelques effets d'annonce et déclarations de bonnes intentions. Mais comme le souligne l'auteur de l'étude : «L'impact d'actions spécifiques peut être dur à constater, mais le changement d'attitude est crucial». Puis juste après : «les sociétés doivent considérer les investisseurs comme des amis (*friends*) et des propriétaires, avec qui l'information doit être

généreusement partagée». Donc, quand on voit à quel point la forme et les formules à la mode peuvent rassurer les investisseurs dans leurs choix, on se dit que la communication financière a encore de beaux jours devant elle. Puisque les déclarations d'intentions et les bonnes annonces sur les thèmes du moment suffisent à créer une image d'entreprise *shareholder friendly* et à doper son cours de Bourse avant la mise en œuvre de toute action concrète, les entreprises auraient bien tort de s'en priver. Comme conclusion à l'analyse du CSFB, voici l'évolution des indices français et allemand de septembre 1996 à mi 98 : CAC 40 +100%, DAX 30 +119%. Léger avantage pour l'Allemagne, mais dans les deux cas, investir dans l'indice aura rapporté un rendement exceptionnel.

Conclusion

En réponse à la question initiale sur la marge de manœuvre des dirigeants face au marché, nous avons d'abord montré que les actionnaires dominants des grandes entreprises françaises, tant au niveau du contrôle du capital que de la formation du cours de Bourse, sont les investisseurs institutionnels, en particulier étrangers. Cette évolution récente, enclenchée au début des années 1990, a entraîné de nouveaux mode de relation entre actionnaires et dirigeants.

En effet, les investisseurs institutionnels s'expriment rarement au travers des instances classiques des actionnaires : assemblée générale et conseil d'administration. Ils font passer leurs messages à l'équipe dirigeante par des contacts directs lors des road shows et autres one to one, et leur vecteur de pouvoir est avant tout la menace de vente. Cependant, de par la diversification de leur portefeuille et donc leurs faibles participations individuelles dans chaque entreprise, ils laissent à l'équipe dirigeante le soin de la réflexion stratégique et ne cherchent à imposer que ce qui est consensuel dans le marché.

Or, du fait des stratégies de différenciation commerciale des acteurs du marché, celui-ci est plus divers qu'il n'y paraît. Aucun ratio, aucune méthode d'analyse ou d'investissement n'est dominante ou plus efficace que les autres sur le long terme; les gérants aiment les histoires d'investissement originales (et optimistes) qui leur permettront de déceler les perles rares juste avant le reste du marché. Dans ce contexte, les seuls éléments de consensus semblent être les modes, qui, elles, peuvent être contraignantes.

Au vu de l'analyse de quatre modes actuelles, nous avons constaté que l'entreprise peut échapper à ces modes et solutions toutes faites en s'expliquant et en proposant ses réponses originales aux questions des investisseurs. Étant donné la diversité du marché, elle trouvera toujours des oreilles pour l'écouter et des portefeuilles pour l'acheter.

C'est en ce sens que nous pensons que les P.D.G. ne sont pas pieds et poings liés face au marché et qu'une communication financière adaptée aux interrogations des investisseurs leur permet de garder leur marge de manœuvre.

Si certains pensent ou déclarent être soumis à la tyrannie du marché, ce peut être par méconnaissance de leurs nouveaux actionnaires. On peut même avancer une autre explication, pour laquelle nous n'avons d'autre preuve que des témoignages. Il arrive en effet que les P.D.G. soient plus indépendants qu'ils ne veulent bien le reconnaître et qu'ils sachent utiliser la menace de la pression ou de la sanction des marchés pour imposer des changements internes.

L'analyste carnassier de Wall Street ou le lointain retraité d'Atlanta deviennent alors des tigres de papier que l'on agite à l'intérieur de l'entreprise lors des négociations avec les salariés ou pour justifier de grosses restructurations.

Annexe : Les méthodes de valorisation

L'objet de cette annexe est de présenter un rapide aperçu de l'ensemble des méthodes de valorisation des titres que l'on peut rencontrer sur le marché. Lorsqu'il étudie une entreprise, un analyste formule de nombreuses hypothèses sur sa stratégie, son environnement économique, la structure de ses coûts, etc. A l'aide d'un tableau Excel, son arme secrète qu'il garde à l'abri des regards indiscrets, il modélise le bilan et le compte de résultat de l'entreprise, et peut en déduire son chiffre d'affaire, ses résultats nets futurs, cash flows, besoin en investissement, frais financiers, impôts, frais d'exploitation... Vient enfin l'ultime et décisive étape : déduire de toutes ces informations un cours de bourse fondamental (la valeur théorique du titre), ce qui par, comparaison avec le cours réel, lui permettra de formuler sa recommandation.

Nous nous intéresserons dans cette annexe à caractère technique à cette dernière étape du raisonnement de l'analyste, et à l'évolution des méthodes utilisées.

LES MULTIPLES

Le PER

Le *Price Earning Ratio* ou PER est un des ratios les plus populaires de l'analyse boursière, à tel point que des investisseurs individuels de plus en plus nombreux l'utilisent comme instrument d'aide à la décision. Il compare simplement le cours du titre au résultat net de l'entreprise :

$$\text{PER} = \text{cours du titre} / \text{résultat net}$$

Deux utilisations en sont alors possibles. On peut considérer l'historique du PER d'un titre. Ainsi, si une société est valorisée par le marché à un PER de 15, et qu'un analyste prévoit pour l'année en cours un bénéfice par action de $10, il en déduira que la valeur fondamentale de l'entreprise est $150.

On peut également comparer le PER d'un titre avec la moyenne des PER de son secteur : c'est la notion de PER relatif :

$$\text{PER relatif} = \text{PER de l'entreprise} / \text{moyenne des PER du secteur}$$

Un PER de 0,8 signifie que le marché dévalorise de 20% le titre par rapport aux autres acteurs du secteur. L'analyste doit alors comprendre les raisons de cette sous-évaluation, et s'il peut trouver un catalyseur qui améliorera le PER relatif (par exemple un nouveau management, de meilleures perspectives de croissance que ses concurrents, un plan de restructuration), il pourra estimer un nouveau PER relatif, donc un nouveau PER et le cours de Bourse correspondant.

On peut légitimement se demander pourquoi les PER sont différents sur le marché : pourquoi accepter de payer les bénéfices d'un titre plus cher que ceux d'un autre ? Trois facteurs conditionnent le PER d'une action. Premièrement, toutes choses étant égales par ailleurs, le PER augmente avec la part des bénéfices versés sous forme de dividende. En effet, l'investisseur est rémunéré par ses dividendes et la plus-value qu'il réalise lors de la revente du titre; les dividendes ayant l'avantage d'être disponibles dès distribution sans revente et pouvant être investis dans d'autres titres, il est normal qu'à résultat égal, le marché favorise la distribution de dividendes ou *pay out*. Le second facteur est le risque associé au titre, la volatilité de ses bénéfices et de son cours : à bénéfice égal, le marché valorise plus les sociétés présentant le moins de risques. Enfin, le dernier facteur, le plus déterminant, est la croissance des bénéfices. A risque et pay out égaux, on peut déduire de la méthode des cash flows, que nous verrons ultérieurement, une formule simplifiée du PER :

$$PER = \frac{1 - g/r}{k - g}$$

où g est la croissance des bénéfices,
k est le taux d'actualisation ou coût du capital
r est la rentabilité des nouveaux investissements.

Dès que r>k, le PER augmente avec la croissance des bénéfices.

Le PER augmente donc avec la qualité des bénéfices : croissance, risque, dividendes. Il est cependant très difficile d'estimer à priori un PER, car ces trois facteurs sont souvent contradictoires : les entreprises à forte croissance sont en principe les plus risquées et ne distribuent pas de dividende afin de financer leur développement. C'est ainsi qu'il n'existe pas de formule complète du PER et que cette méthode est totalement empirique, c'est à dire qu'elle se base sur la valeur du PER donnée par le marché.

L'avantage évident du PER, qui en fait son succès, est sa simplicité. Tout investisseur peut en saisir la philosophie et rares sont les notes d'analyse ne commençant pas par disséquer le PER du titre. Mais le PER a subi de nombreuses critiques au fil du temps. On lui reproche entre autres la cause de son succès, sa (trop) grande simplicité : comment peut-on évaluer une société dans sa complexité avec un seul chiffre ? Par exemple, comment appliquer la méthode du PER relatif à un conglomérat ? De même, le PER rend compte difficilement de la variation des bénéfices dans le temps : nous avons vu qu'il incorporait la croissance des bénéfices, mais comment intégrer la durée de cette croissance (dans la formule précédente, on l'a supposée infinie) ? Enfin, le PER se base sur les bénéfices comptables, qui sont largement manipulables par l'entreprise. Même si les analystes sont censés retraiter les résultats et les comptes des entreprises, notamment les éléments exceptionnels, les différences de règles comptables créent des distorsions importantes dans les comparaison internationales entre concurrents.

P/EBITDA, P/CF

Du fait de l'intégration des marchés européens, tant pour les capitaux que pour les marchandises, les analyses se sont concentrées sur les comparaisons sectorielles entre concurrents européens, d'autant plus que les analystes sont de plus en plus spécialisés par secteur et non pas par pays. Il fallait donc trouver une solution aux distorsions causées par les différences comptables entre pays; deux concepts ont alors fait leur apparition.

Premièrement, les cash flows, ou excédents de trésorerie, ne peuvent être manipulés par des astuces comptables, notamment dans le traitement des amortissements; ils conditionnent la croissance admissible par l'entreprise sans augmenter son endettement, ainsi que la politique de distribution des dividendes. Enfin, ils sont moins affectés par le taux d'imposition des sociétés que les bénéfices, même s'ils intègrent les fonds reversés au fisc. Ils sont donc beaucoup plus proches de la réalité économique de l'entreprise que les simples bénéfices.

Ensuite, on s'est intéressé au problème des différences de taux d'intérêt, d'impôts. Est apparu alors l'EBITDA, *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, ou résultat opérationnel en français. Les analystes ont donc "remonté" le compte de résultat des entreprises pour se concentrer sur les véritables déterminants de son résultat économique.

A l'aide des cash flows et de l'EBITDA, on définit alors deux nouveaux ratios :

$$P/_{CF} = \text{cours du titre}/_{\text{cash - flow}}$$
$$P/_{EBITDA} = \text{cours du titre}/_{EBITDA}$$

qui s'utilisent de la même manière que le PER.

La valeur d'entreprise

Au milieu des années 80, certains analystes se sont rendus compte qu'en comparant des variables caractéristiques de l'entreprise, résultat, cash flow ou EBITDA, à son seul cours de Bourse, ils négligeaient les droits de *stakeholders* importants, les créanciers. Prenons en effet deux entreprises identiques d'un même secteur (même cash flow, même croissance), mais dont la première n'a pas de dette et la seconde a autant de dettes que de fonds propres. Faut-il payer le même prix pour ces deux sociétés, doivent-elles avoir le même P/CF ou P/EBITDA ? Assurément non, car une partie des cash flows de la seconde société serviront à payer le capital et les intérêts des dettes contractés. Les droits des actionnaires sur les cash flows sont donc moindres dans le second cas, il est alors logique qu'ils paient moins cher

C'est ainsi qu'est apparue la notion de valeur d'entreprise, ou *Entreprise Value* (EV) qui n'est autre que :

EV = capitalisation boursière totale + valeur des dettes

à partir de laquelle on peut calculer des ratios, comme EV/CF ou EV/EBITDA, qui tiennent compte de l'endettement des sociétés. Ainsi, si la moyenne de EV/CF est de 5 dans un secteur donné, et qu'une entreprise de ce secteur, dont l'endettement par action est de 30FF, dégage un cash flow par action de 20FF, on en déduit que :

par action : EV = 5*20 = 100FF

soit un cours fondamental de 100-30= 70FF.

Autres multiples, autres méthodes

En fonction du secteur d'activité concerné, d'autres ratios, proches des précédents, pourront être plus adaptés à décrire la réalité économique de l'entreprise. Ainsi, dans la grande distribution où les coûts sont généralement proches, les multiples à base de chiffre d'affaires sont couramment utilisés : les acquisitions entre enseignes nationales, fréquentes depuis la concentration du secteur, sont évaluées par rapport à un an de chiffre d'affaires. De même, dans le secteur de la pharmacie, les coûts directs de production sont relativement faibles par rapport au prix de vente, alors que l'objectif des laboratoires est de prendre des parts de marché afin de rentabiliser l'effort de recherche. Des ratios à base de chiffre d'affaires, comme EV/CA (valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires), sont de bons outils de valorisation.

Afin d'analyser un conglomérat ou un groupe diversifié, il peut être utile d'utiliser la méthode *Sum of the Parts* (SOP). Il s'agit de dissocier les activités d'un groupe, que l'on va comparer séparément à des entreprises monosectorielles. On peut par exemple utiliser le PER moyen de chaque secteur pour valoriser chaque branche d'activité. Cette méthode peut sembler plus précise qu'utiliser le PER historique du groupe, qui serait une moyenne des PER des divisions mais ne prendrait pas en compte l'évolution du portefeuille d'activités. Mais une fois la valeur des parties déterminée, il reste cependant, afin d'obtenir la valeur de l'ensemble, à estimer la décote de holding lorsque celle-ci existe, alors qu'il n'en existe aucune formule théorique.

La méthode de Bates, elle, consiste à évaluer le gain d'un investisseur qui garderait ses actions pendant quatre à cinq ans, en en recevant des dividendes, puis toucherait le produit de leur vente. Il faut donc estimer les bénéfices sur cette période et le taux de distribution, ce qui donne les dividendes à attendre; le prix de revente se calcule en principe d'après le PER de l'action.

Ensuite, la valeur de l'action est égale à la valeur actualisée des dividendes et du prix de revente, le taux d'actualisation étant en général le coût du capital.

Enfin, on voit apparaître dans certaines analyses la notion de valeur d'OPA. Il s'agit d'utiliser les multiples des dernières OPA, et non ceux donnés habituellement par le marché. Du fait de la prime généralement payée lors d'une OPA, la valeur théorique obtenue est généralement plus élevée que le cours de Bourse, et ne doit donc être prise en compte qu'en cas de fortes présomptions d'OPA.

LES METHODES FONDAMENTALES : DCF ET EVA

Les méthodes de valorisation à base de multiples sont fondamentalement empiriques et relatives: elles prennent comme référence la valeur de marché, sans essayer de la calculer ou de l'approcher. Ainsi, un analyste utilise le PER moyen historique d'un secteur sans justifier sa valeur. Or, les marchés évoluent, et les valeurs des multiples fluctuent en fonction du niveau général de la Bourse. Ainsi, le PER moyen de Wall Street était de 17 fin des années 1960, puis est retombé à 7 fin des années 1970, pour revenir autour de 16 fin des année 1980.

Maintenant, il est supérieur à 20. Les méthodes traditionnelles à base de multiples ne peuvent pas anticiper ni justifier de telles variations, dont l'effet sur les cours de Bourse est pourtant très important.

D'autres méthodes de valorisation ont été développées : leur objectif est de fournir une valeur fondamentale des titres, sans partir de la valeur de marché.

Les DCF

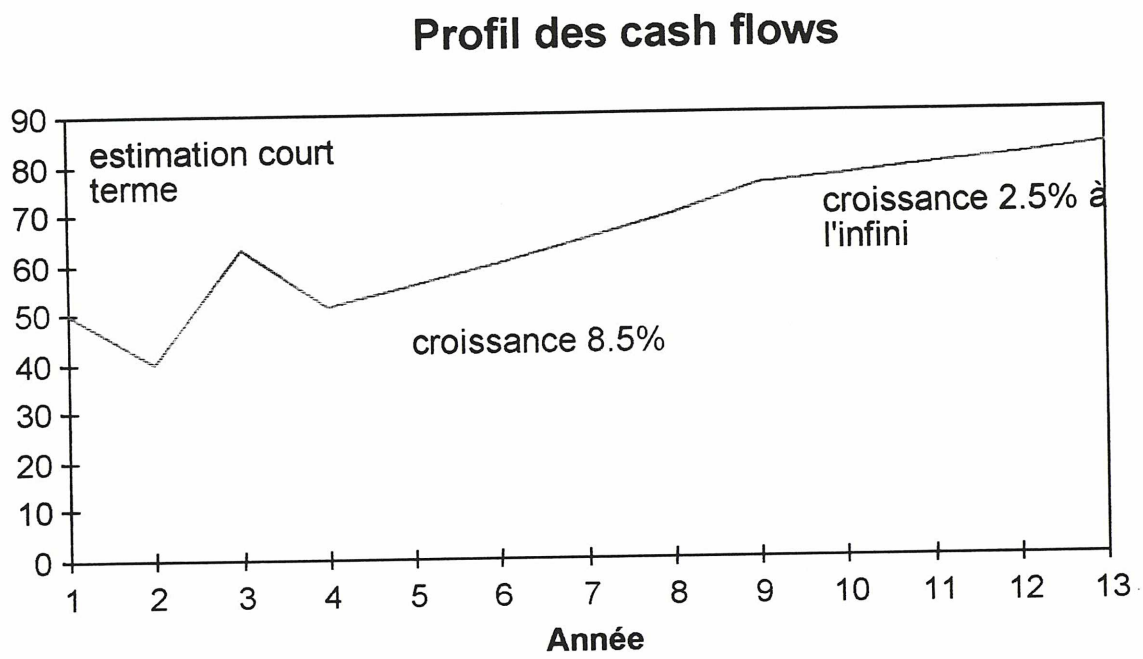
Dans la méthode des cash flows actualisés, ou *Discounted Cash Flows* (DCF), la valeur d'un titre est égale à la somme actualisée des revenus futurs associés à ce titre. Dans le cas d'une entreprise, les revenus sont les free cash flows ou flux de trésorerie après investissements : lorsqu'ils sont négatifs, il s'agit de fonds que les actionnaires doivent investir dans l'outil industriel pour le développer, et lorsqu'ils sont positifs, il s'agit de capitaux excédentaires générés par l'exploitation et qui pourront être rendus aux actionnaires sous forme de dividendes. Suivant la formule anglaise, *«cash is king»*, seule la trésorerie compte et les résultats comptables, susceptibles de manipulation, n'interviennent pas dans le calcul de la valeur.

$$\text{Valeur de l' entreprise} = \sum_{1}^{\infty} \frac{FCF_i}{(1+k)^i}$$

Une fois la valeur de l'entreprise calculée, il suffit de lui retrancher la valeur de la dette pour en déduire celle des fonds propres, donc le cours du titre.

Arrêtons nous sur deux points importants de cette formule : l'évaluation des Free Cash Flow jusqu'à l'infini et le calcul du coefficient d'actualisation k.

Pour évaluer les cash flows jusqu'à la fin des temps, l'analyste commence à prévoir précisément les cash flows sur une fenêtre de court terme, typiquement de deux à trois ans. Ensuite, la dernière valeur de FCF est multiplié par un taux de croissance à moyen terme, sur 5 à 10 ans. Comme ce taux de croissance est généralement supérieur à celui du P.N.B., s'il était appliqué à l'infini aux cash flows, ceux-ci finiraient par dépasser la valeur du P.N.B. Afin de calculer la valeur des cash flows à l'infini, on leur applique le taux de croissance estimé du P.N.B., typiquement 2,5%.



Le coefficient d'actualisation k n'est autre que le coût du capital, que nous allons développer plus en détail dans le paragraphe suivant.

Le coût du capital

Les entreprises tirent leur capital de deux sources : le marché des actions et celui de la dette. Nous allons définir séparément le coût des action et des emprunts.

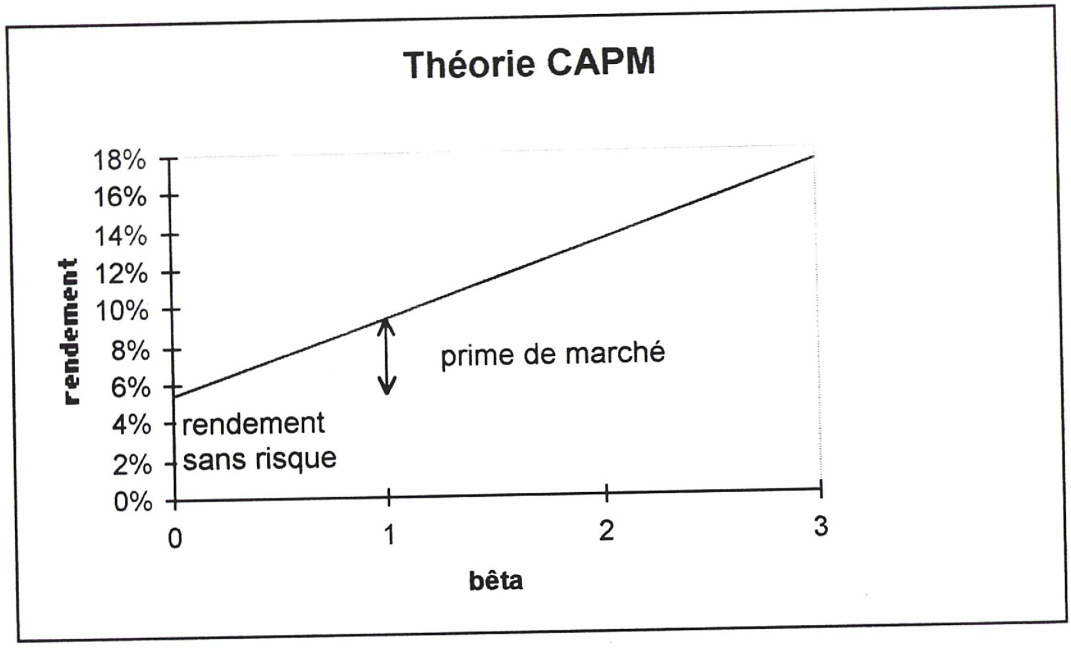
Coût du capital en actions.

Cette théorie repose sur le *Capital Pricing Asset Model*, ou CPAM. Les investisseurs sont en général averses au risque : plus un investissement est risqué, plus le rendement qu'ils en exigeront sera élevé. Le risque d'un investissement est défini comme la variance des revenus associés. Ainsi, dans le cas d'une action, il s'agit de la volatilité de son cours : plus le cours d'un titre sera susceptible de fortes variations, et plus son rendement moyen sera élevé. On distingue pour chaque action deux types de risques : le risque spécifique et le risque systématique. Le risque spécifique est associé à l'aventure propre d'une entreprise : incendie d'une usine, nouvelle découverte, gain d'un marché important à l'export, perte d'un procès,... La théorie des portefeuilles prédit que la diversification d'un portefeuille permet d'éliminer le risque spécifique. Ainsi, une action de fabricant de glace est pénalisée par un été pluvieux, alors que celle d'un marchand de parapluies en bénéficie. Un portefeuille composé d'un fabricant de glaces et d'un marchand de parapluies ne sera pas sensible aux variations du climat estival. En pratique, un portefeuille d'une vingtaine d'actions correctement diversifié est insensible au risque spécifique.

Mais ce portefeuille ne sera pas pour autant sans risque, c'est à dire que sa variance ne sera pas nulle. Il reste en effet sensible au risque systématique ou risque de marché; sa variance est liée à celle du marché en général, toutes les actions ont tendance à suivre les fluctuations du marché. Pour estimer ce risque systématique, il faut d'abord choisir un indice large du marché, par exemple le CAC 40 ou mieux le SBF 120, auquel on assigne un bêta de un. Le bêta d'une action particulière est sa volatilité relative par rapport à l'indice de marché,

c'est à dire le rapport de leur variance. Ainsi, une action ayant un bêta de 2 baissera en moyenne de 20% lorsque le marché perdra 10%. Un bêta inférieur à un signifie que l'action est plus stable que le marché. Il est à noter que les bêtas sont définis en fonction de l'historique du cours, donc de sa volatilité passée.

La théorie CAPM suppose que le rendement attendu par les actionnaires varie linéairement avec le bêta de l'action, comme le montre le graphique ci-dessous :



En appelant R_0 le rendement attendu d'un investissement sans risque (par exemple les OAT à 10 ans), et R_m le rendement attendu de l'indice de marché (ß=1), le rendement attendu d'une action, c'est à dire le coût du capital, est :

$$R = R_0 + \beta(R_m - R_0)$$

Coût de la dette

Le rendement de la dette, pour le créancier, est le taux d'intérêt I_d. La notion de risque est déjà comprise dans I_d, dans la mesure où le taux d'intérêt varie avec le risque de défaillance du débiteur. Cependant, le coût de la dette est inférieur pour l'entreprise, comme les frais financiers se déduisent du résultat imposable. Ainsi, pour une entreprise bénéficiaire, le coût de la dette est

$$\text{coût de la dette} = I_d(1-T_s)$$

où T_s est le taux d'imposition des sociétés.

Dans cette formule, on considère la dette nette, en lui retranchant les disponibilités de l'entreprise, et on a pris le taux d'intérêt moyen pondéré entre dette court terme et dette long terme. En principe, cela revient à négliger la dette court terme. Mais, pour la dette long terme, quel taux I_d prendre ? Celui des dettes en cours, c'est à dire le coût réel pour l'entreprise, ou celui qu'elle obtiendrait aux conditions actuelles du marché, c'est à dire leur coût de remplacement ? Le débat n'est pas encore définitivement tranché, mais la seconde hypothèse

semble jouir d'un net avantage, dans la mesure où ce coût sert à actualiser des cash flows dans le futur.

En effet, pourquoi dans la formule du DCF divise-t-on les cash flows futurs par $(1+k)^i$? On compare en fait deux stratégies : investir dans l'entreprise, qui rapporte l'année i FCF_i, et investir sur le marché avec le même risque, ce qui rapporte par définition l'année i $(1+k)^i$, où k est le coût du capital. Ainsi, 1F de cash flow l'année i doit être amorti à $(1+k)^i$. On comprend mieux pourquoi il faut considérer le coût de marché de la dette, et non son coût historique.

Coût moyen pondéré du capital

Nous sommes maintenant en mesure de calculer k, le coût moyen pondéré du capital, qui n'est autre que la moyenne du coût de la dette et de celui des action pondérée par la part de l'endettement et des fonds propres dans le financement de l'entreprise. Si D et FP sont les valeurs de marché de la dette et des fonds propres,

$$k = \frac{D}{D+FP} I_d(1 - T_s) + \frac{FP}{D+FP}(R_0 + \beta(R_m - R_0))$$

Calculons k pour une entreprise ayant les caractéristiques financières suivantes :
- part de la dette dans le capital : 35%
- taux du marché obligataire : 5,7%
- prime de la dette sur le marché obligataire : 0,8%
- taux d'imposition des bénéfices : 33%
- prime de risque du marché action: 4%
- bêta : 1,5

Le coût de la dette est alors	(5,7+0,8).(1-0,33)= 4,33%
Le coût des actions	5,7+1,5 x 4= 11,7%
Le coût moyen pondéré du capital	4,33 x 0,35+11,7 x 0,65= 9,12%.

On voit à quel point la dette est moins "chère" que le capital en actions : c'est l'argument principal des tenants de l'effet de levier et de l'endettement. Une entreprise ne doit néanmoins pas s'endetter indéfiniment pour essayer de diminuer son coût du capital : passé un seuil d'endettement, le coût de la dette et celui des actions augmentent rapidement en raison de l'accroissement du risque de défaillance. C'est pourquoi il est possible de définir pour chaque société une structure financière optimale qui minimise le coût du capital.

Dans le calcul de k, le choix de la structure financière a son importance. Ainsi, la même entreprise, mais financée à 10% par de la dette, aurait un coût du capital de 10,96%. Quelle répartition entre dette et fonds propres doit-on retenir pour le calcul ? La répartition actuelle, ou celle de la structure financière optimale, qui minimise le coût du capital et devrait être la structure d'équilibre sur le long terme ? Là encore, les défenseurs de la seconde option font valoir que la formule des DCF fait intervenir les cash flows futurs, et que donc la structure financière à retenir est celle de long terme.

L'EVA

Le cabinet Stern Stewart, définit l'EVA (*Economic Value Added*) comme la différence entre la rentabilité après impôt des capitaux investis par l'entreprise et leur coût. La rentabilité des capitaux est mesurée à partir du résultat d'exploitation avant impôts et frais financiers, ou EBIT en anglais (*Earnings Before Interest and Taxes*), auquel on retranche les impôts. Ainsi, si on désigne par CE les capitaux employés par l'entreprise,

$$EVA = EBIT(1 - T_s) - k.CE$$

où k n'est autre que le coût du capital vu précédemment.

La valeur de marché des capitaux propres de l'entreprise est alors égale à la somme de leur valeur comptable et des EVA futures actualisées :

$$\text{Valeur des capitaux propres} = CP_0 + \sum_0^{\infty} \frac{EVA_i}{(1+k)^i}$$

On définit également :

- la MVA, pour *Market Value Added*, qui est la différence entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) et leur valeur comptable,
- le ratio *Market to Book*, qui est le rapport entre ces deux valeurs.

$$MVA = \sum_0^{\infty} \frac{EVA_i}{(1+k)^i}$$

L'EVA, comme le rendement attendu par les actionnaires, n'apparaît pas dans le compte de résultat de l'entreprise. C'est là l'intérêt de cette méthode : elle permet de faire prendre conscience aux dirigeants du coût de leurs capitaux propres, c'est à dire du rendement minimum qu'en attendent leurs actionnaires, alors que ce coût n'apparaît pas dans les comptes de l'entreprise. Lorsque l'EVA est positive, l'entreprise a créé cette année-là de la valeur pour ses actionnaires, car ils recevront plus que ce qu'ils étaient en droit d'attendre étant donné le niveau de risque de leur investissement, mesuré par le coût du capital. D'une manière générale, une MVA positive signifie une création de richesse pour les actionnaires, qui ont investi la valeur comptable des capitaux propres et peuvent en retirer plus en les revendant sur le marché.

Pour le calcul à proprement parlé des EVA futurs, les analystes utilisent en principe la notion de *Competitive Advantage Period* (CAP), ou période d'avantage compétitif. Selon cette théorie, une entreprise ne peut pas battre le coût de son capital indéfiniment : de nouveaux entrants, attirés par la rentabilité du secteur d'activité, attisent la concurrence, ce qui érode les marges jusqu'au niveau du coût du capital. Inversement, une entreprise ne peut pas détruire indéfiniment de la valeur : soit elle disparaît, soit elle se restructure et réduit ses coûts pour égaliser son coût du capital. Ainsi, en dehors de la CAP, les EVA sont nulles. La durée de la CAP varie avec l'entreprise; elle dépend avant tout de sa capacité d'innovation, et de l'aptitude de ses dirigeants à défendre leurs avantages compétitifs.

Après avoir évalué la CAP, il faut calculer l'EVA sur les deux ou trois prochaines années et ensuite estimer son évolution jusqu'à la fin de la CAP. Il est alors possible de calculer la MVA théorique, et en lui ajoutant la valeur comptable des capitaux propres, on en déduit la valeur théorique de la capitalisation boursière.

Enfin, en remarquant que :

- la valeur de l'entreprise, comme définie par la formule DCF, est la somme de la dette et de la capitalisation boursière, soit $FCF = EBIT(1-T_s) - \Delta CE$, où CE sont les capitaux employés par l'entreprise : $CE_i = CE_0 + \sum_1^i \Delta CE_j$

- et que $\sum_1^\infty \frac{1}{(1+k)^i} = \frac{1}{k}$,

on montre après quelques calculs que l'approche par les DCF et celle par les EVA actualisées sont identiques : seule la présentation change, le résultat de la valorisation de l'entreprise sera le même. Nous allons donc confondre ces deux méthodes lorsque nous allons les comparer, dans le prochain paragraphe, avec les méthodes à base de multiples.

Les bêtas en question

Nous avons vu précédemment que les méthodes à base de multiples (PER,...) ne permettaient pas de prévoir les variations globales du marché, comme la hausse récente des PER. On peut donc s'attendre à ce que les DCF, ou la MVA, méthodes plus modernes et basées sur une théorie plus sophistiquée, donnent de meilleurs résultats. En fait, de nombreuses critiques ont conduit à les remettre en cause.

Le coût du capital, et en particulier celui du capital en actions, repose en effet sur la théorie des bêtas. Or, dans les calculs précédents, on prend en principe le bêta historique d'une action ? Est-il bien adapté à l'évolution de la structure financière de l'entreprise, à sa diversification actuelle ou l'évolution de ses métiers ? Peut-on actualiser des cash flows à partir de données datant en moyenne de 3 ans (le bêta intègre en principe le cours sur les 60 derniers mois) ? Or, Marshall Blume, professeur à la Wharton School of Finance, a calculé la corrélation entre les bêtas d'un portefeuille sur deux périodes successives (1954-1961 et 1961-1968) . Cette étude montre que pour une seule action, le coefficient de corrélation moyen entre les bêtas de deux périodes est de 0,6, ce qui est très faible. Pour un portefeuille de quatre actions, le coefficient de corrélation remonte à 0,84, pour atteindre 0,92 pour un portefeuille de dix actions. Il en ressort que le bêta d'une action particulière est instable dans le temps.

En outre, la théorie des bêtas fait elle-même l'objet de nombreux doutes. Selon sa relation fondamentale entre bêta et rendement,

$$R = R_0 + \beta(R_m - R_0)$$

un placement de bêta zéro devrait rapporter le rendement sans risque R_O. Or, dans une étude de 1972, Black, Jensen et Scholes ont regroupé toutes les actions cotées à Wall Street en dix portefeuilles de taille égale, en fonction de leur bêta : le premier portefeuille contient les 10% d'actions de plus haut bêta, le second portefeuille est composé du second décile, etc... Ils ont ensuite analysé la relation entre rendement et bêta sur la période 1931-1965. La droite de corrélation obtenue passe alors au dessus de R_O, ce qui signifie qu'un placement de bêta nul rapporte plus qu'un bon du trésor. De même, la pente de cette droite est inférieure à un; les placements risqués rapportent donc moins que ce que la théorie CAPM prévoit.

De plus, la relation entre risque et rendement peut être directement remise en cause sur une période courte, de l'ordre de dix ans. Ainsi, Black , Jensen et Scholes ont trouvé une corrélation négative entre risque et rendement sur le marché américain pour la période 1957-1965 : les actions de bêta le plus élevé ont rapporté moins que celle de plus faible bêta. De même, sur la période 1980-1989, la corrélation entre le rendement des *mutual funds* et le bêta de leurs portefeuilles est presque nulle. Sur le court terme, la théorie des bêtas semble donc bien loin de la réalité des marchés.

Par ailleurs, le bêta d'une action se calcule à partir de la volatilité de son cours par rapport au marché en général. On prend généralement, pour représenter le marché, un indice, comme le SBF 120 ou le S&P 500. Or, Richard Roll a montré qu'en prenant un indice plus large (en l'occurrence le Wilshire 5,000), on trouvait des mesures très différentes du bêta. D'un point de vue théorique, prendre un indice très large du marché actions ne suffit pas. Il faut en effet considérer le marché des capitaux dans son ensemble pour déterminer la variance relative du rendement d'un titre. Il faudrait donc prendre en compte la marché des obligations, des options, celui de l'immobilier, etc. Comme il n'est pas possible de disposer du véritable indice de marché, et que les bêtas varient avec l'indice par lequel ils sont mesurés, on peut remettre en question l'avenir de la théorie CAPM.

Enfin, certains auteurs ont mis en doute l'hypothèse selon laquelle le risque systématique ou risque de marché explique tout. Constituons en effet deux portefeuilles, l'un avec les 100 entreprises les plus exportatrices et l'autre avec les 100 moins exportatrices, indépendamment de leur secteur. Ces deux portefeuilles sont suffisamment diversifiés pour faire disparaître le risque spécifique; en faisant varier le poids respectif de chaque action, on peut s'arranger pour que leur bêta soit égal. Cependant, on imagine aisément que leur rendement ne sera pas le même en période où la monnaie nationale est forte ou faible. Cette idée est à la base de la théorie APT, ou *Arbitrage Pricing Theory*, qui décompose le risque associé à un titre en plus de deux facteurs, en faisant intervenir des grandeurs macro-économiques. Par exemple, une étude de Massoud Mussavian montre que, selon le modèle CAPM, la variabilité du titre Shell Transport s'explique à 55% par le risque de marché (son bêta) et 45% par son risque spécifique. Le modèle APT réduit la part du risque spécifique à 39%. Le reste de la variance s'explique par le risque du marché (46%), le risque prix du pétrole (6%), l'inflation (2%) et les risques de change (1%). Introduire de nouveaux facteurs de risque devrait donc permettre de mieux analyser la performance d'une action.

Méthodologie

La matière à la base de ce mémoire consiste surtout en :

- Des entretiens avec divers acteurs importants pour l'étude du problème qui nous intéressait : dirigeants d'entreprise, chargés de communication financière, analystes financiers, gérants de fonds, consultants, etc. Ces entretiens ont été menés en France mais aussi aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. Il ne faudra donc pas s'étonner des nombreuses références que nous ferons au monde anglo-saxon. Non que celui-ci constitue pour nous la panacée, mais il faut bien reconnaître que l'on ne peut pas parler légitimement de l'arrivée des actionnaires institutionnels américains sans se référer au paysage financier des Etats-Unis.
- Une recherche bibliographique importante, consistant en des ouvrages de théorie financière, de nombreux articles, et une documentation importante sur l'histoire boursière des entreprises du CAC40.

Nous nous étions posé à la base deux questions distinctes :

1. Quelles sont les conséquences sur la gestion des entreprises de l'entrée dans leur capital des investisseurs institutionnels ?
2. Par quels facteurs expliquer le développement récent de l'activité d'information financière et sa transformation en communication financière ?

Les deux problèmes sont bien entendu très liés, car les services de communication financière font l'interface entre l'entreprise et ses actionnaire, et leur mise en lumière récente a été largement la conséquence de l'arrivée des investisseurs institutionnels étrangers sur la Bourse de Paris. Nous avons choisi d'orienter notre étude en fonction du premier thème de recherche cité ; nous expliquerons cependant à chaque fois que cela sera opportun les implications concrètes de nos remarques sur le plan de l'information financière que les entreprises fournissent aux marchés financiers.

LISTE DES PERSONNES RENCONTREES

Entreprises

Atochem	
Mr BOYER	Direction Economie Plan et Stratégie
Mr DENIS	Secrétaire Général
Mr DU RUSQUEC	Directeur Financier
Mr PERIER	Directeur Général Adjoint
Mr PUECHAL	Président Directeur Général
Ato Findley	
Mme DANON	Directeur Général
Elf Aquitaine Inc. (US)	
M. BENSON	Vice President and Treasurer
Rhône-Poulenc	
Mr MAQUIN	Direction Financière
Saint-Gobain	
Mr BEFFA	Président Directeur Général
Total	
Mr DESMAREST	Président Directeur Général

Communication financière

Accor	
Mme ROUYER	Service des Relations Investisseurs
Air Liquide	
Mr DELVAUX	Chargé des Relations Actionnaires Individuels
Mr IMAKITA	Directeur Chargé des Relations Investisseurs
Bouygues	
Mr MADESCLAIRE	Directeur Financier Information Economique et Financière
Elf Aquitaine	
Mr. CARMINATI	Directeur des Relations Investisseurs
M. HOLLIS (US)	Manager, Investor Relations North America
France Telecom North America	

Mrs CLIPPARD	Investor Relations
Pechiney	
Mr VIDRON	Chargé des Relations Actionnaires
Rhône-Poulenc	
Mr DE MARCO	Directeur de la Communication
Saint-Gobain	
Mme TRIOU	Chef du Service Relations Actionnaires
Sanofi	
Mr PODVIN	Directeur des Relations Investisseurs
Unocal (US)	
M. MORIN	Manager Investor Relations
Usinor	
Mr LAMBERT	Service des Relations Actionnaires
Mr LALOY	Service des Relations Actionnaires

Gestion de fonds et analyse financière buy-side

Ark Asset Management (US)	
M. SIMMONS	Senior Manager
AXA Gestion	
Mme SALMAIR	Gérant de Portefeuille
CCR Actions	
Mr RENAUD	Administrateur Directeur Général
Crédit Mutuel Finance	
Mr. GUILLOTON	Directeur de la Gestion Actions
Fimagest	
Mr FOURCROIX	Gérant de Fonds
GAN	
Mme MUZARD	Analyste Financier
Goldman Sachs	
M. FLAMAND	
JP Morgan Investment Management (US)	
M. DEVLIN	Vice President
M. WHEELER	Multi-industrial analyst
Lord, Abbett & Co. (US)	
M. SALZMAN	Director of Research
M. KAUKONEN	Securities Analyst
Miller Anderson & Sherrerd (US)	

M. JOLINGER	Managing Director Domestic Equities
M. KOVICH	Partner
M. ESSER	Chemical / Energy Analyst
M. SCHARPF	
NSM Gestion	
Mr SOUPRE	Gérant de Portefeuille
Sanford Bernstein & Co. (US)	
M. ALLEN	Vice President
M. LAMBRECHT	Global Equity Research
M. EISENBERG	Institutional Advisor Associate
Scudder Kemper Investments (US)	
M. HARBISON	Senior Vice President
M. HOUTTEVILLE	Vice President
Sogeposte	
Mr MEMETEAU	Gestionnaire Senior Actions
Wellington Trust Company (US)	
M. PAYSON	President

Analyse financière sell-side

BNP Equities	
Mr DESSARD	Responsable de la Recherche
M. MORRIS (GB)	Analyst
M. COOKE (US)	Head of International Equity Sales
CCF Elysées Bourse	
Mr PERIS	Analyste Pétrole
Chevreux de Virieu	
Mme MUZARD	Analyste Pharmacie
Crédit Suisse - First Boston (GB)	
M. LANGLADE-DEMOYEN	Managing Director, European Equity Strategy
Meeschaert-Rousselle	
Mr VIEILLE	Analyste Financier
Merrill Lynch (GB)	
Mrs. DYSON	Analyst
Morgan Stanley (US)	
M. KRAVITZ	Analyst
Société Générale	
Mr BAUDIN	Analyste Pétrole

Autres

COB	
Mr. LE PAS DE SECHEVAL	Service des Opérations et de l'Information Financière
CREA	
Mr. ORLEAN	
Ecole des Mines - CGS	
Mme PALLEZ	Professeur
Euro RSCG Omnium & Associés	
Mr LEGER	Associé
EVAFINE	
Mr BOGLIOLO	Président Directeur Général
Frank Russell	
Mr DUVAL	Directeur Administateur
McKinsey	
M. BERGSMA (US)	Senior Partner
Mr DUCLOS	
Mr CARILLON	
Université Paris X	
Mr JACQUET	Directeur du DESS Gestion Financière

BIBILIOGRAPHIE

Patrick BOMPOINT, Bernard MAROIS, *Le Pouvoir Actionnarial,* Ed. JVDS

Henri BOURGUINAT, *La Tyrannie des Marchés*, Ed. Economica

Tom COPELAND, Tim KOLLER, Jack MURRIN, *Valuation,* Ed. John Wiley

Daniel FIXARI, *Méthodologie de l'Investissement dans l'Entreprise*, Ed. La Découverte

Sophie L'HÉLIAS, *Le retour de l'actionnaire*, Ed. Gualino Editeur

Burton G. MALKIEL, *A Randown Walk Down Wall Street,* Ed. W.W. Norton

Bennett STEWART, *The Quest for Value*, Ed. Harper Business

Et plus de deux mètres de documentation, articles de presse, études de cabinets de conseil etc. Citons en particulier :

- les rapports annuels d'ACCOR, ELF, FRANCE TÉLÉCOM, PÉCHINEY, SAINT GOBAIN, SANOFI, TOTAL, USINOR
- des fiches d'analyse éditées par Bank of America, BNP Equities, CCF, Crédit Suisse First Boston, Goldman Sachs, Meeschaert-Rouselle, Merrill Lynch, Salomon Brothers, Société Générale