

NOTRE AVIS

Anticiper les prévisions du marché, prévoir le cours futur des actions. Mission impossible diront certains. Pourtant Rappaport et Mauboussin ne se laissent pas décourager pour autant. Rappaport, gourou en matière d'évaluation financière et auteurs de plusieurs livres et articles souvent résumés dans nos colonnes, fait une fois de plus preuve d'originalité et de perspicacité. Conseillé par l'un des membres de notre comité scientifique, Jean-Florent Rérolle, qui signe ici le commentaire, ce livre pourra convaincre les lecteurs les plus exigeants sur le sujet.

LES AUTEURS

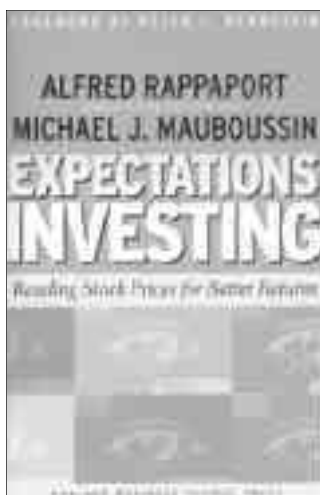
Alfred Rappaport est professeur à la Northwestern's Kellogg School et consultant en « shareholder value » auprès de la firme L.E.K. Consulting. Il a par ailleurs conçu la Shareholder Scorecard pour le compte du Wall Street Journal.

Michael J. Mauboussin est Directeur Général et Chief U.S. Investment Strategist du Crédit Suisse First Boston. Il est également Professeur-Adjoint à la Columbia Business School.

SOMMAIRE

- p.4 Rassembler les outils
- p.5 Mettre en œuvre les processus
- p.7 Décrypter les signaux en provenance des entreprises
- p.8 Le cas d'Amazon.com
- p.9 Le cas de Gateway
- p.10 Le témoignage de l'expert

EXPECTATIONS INVESTING



Le résumé du livre
de Alfred Rappaport
et Michael J. Mauboussin

Aux éditions Harvard Business
School Press - Septembre 2001

Commentaire de
Jean-Florent Rérolle
Associé Ernst & Young département
Corporate Finance, Paris

LES IDÉES CLÉS

« **L'investissement anticipatif** » est un processus de gestion d'actions misant sur leur sous-évaluation par le marché. Le principe de ce processus consiste à anticiper correctement sur les résultats des entreprises et à devancer les réactions du marché dans les corrections de prévisions. Cette méthode prend le contre-pied de celle des cash-flows actualisés, car elle se base sur le cours actuel des actions pour en déduire des prévisions de résultats.

L'investissement anticipatif est facilement accessible à tous car il utilise des informations publiques. C'est néanmoins un processus rigoureux et méthodique. Le processus part d'une « infrastructure d'anticipation », modèle qui permet d'estimer les prévisions du marché. Il les interprète alors en prenant notamment en compte la qualité du management et la concurrence. Le cœur du processus qui débouche sur les décisions d'achat ou de vente repose sur l'anticipation des corrections de jugement du marché.

Les investisseurs anticipatifs vont bien au-delà du recours aux cash-flows actualisés pour prévoir les performances des entreprises. Ils prennent en compte la catégorie à laquelle appartient l'entreprise (producteur de biens, de services ou de savoirs). Les investisseurs anticipatifs savent décrypter les signaux en provenance des entreprises : un rapprochement entre deux sociétés, le rachat d'actions ou l'existence d'un plan d'intéressement pour les salariés, recèlent de précieuses informations.



LE RÉSUMÉ

De nombreux investisseurs professionnels, appartenant à des entreprises ou des sociétés financières, ne réalisent pas de meilleures performances que la moyenne des investisseurs. Avec le développement et la sophistication des marchés boursiers, il est temps

d'adopter l'« investissement anticipatif », où investir sur une société revient à considérer que ses actions sont sous-cotées. Si les investisseurs disent se baser sur les perspectives futures des entreprises, ils se trompent fréquemment et oublient souvent de confronter leurs espérances à celles du marché.

« L'investissement anticipatif » mise d'une part sur les espérances du marché envers une société, et d'autre part sur la bonne anticipation des révisions de ces espérances. Il innove sur plusieurs points par rapport aux méthodes standards : en limitant les transactions, il optimise leurs coûts ; il privilégie le long-terme sur le court-terme ; il n'oppose plus l'approche d'un investissement basé sur la croissance à celle basée sur la valeur, mais réconcilie les deux.

1. RASSEMBLER LES OUTILS

Une bonne compréhension des comportements du marché indique quelles sont les données à surveiller.

1.1. Comment le marché valorise les actions

La méthode classique des cash-flows actualisés permet de déterminer le prix d'une action à partir des pré-

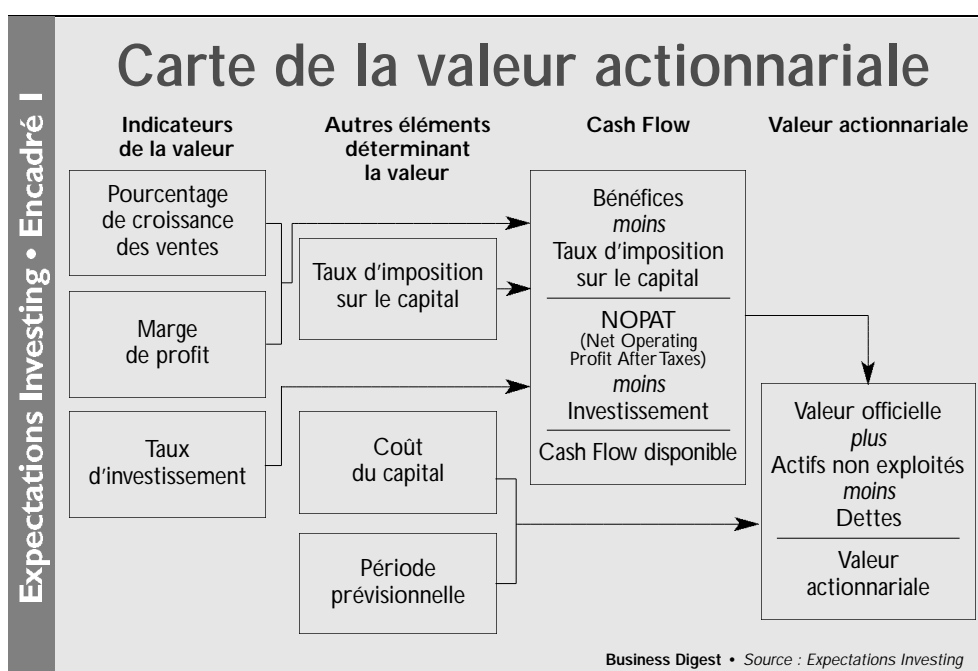
visions de cash-flows. L'investissement anticipatif inverse le processus : il déduit du cours des actions d'une entreprise les espérances de cash-flow justifiant ce prix. Ces espérances servent alors à décider de vendre, acheter ou conserver ces actions. Les liens qui unissent valeur de l'action et cash-flows peuvent être représentés par un « itinéraire de la valeur actionnariale ».

1.2. « L'infrastructure d'anticipation »

C'est en anticipant les corrections d'attentes du marché que l'investissement anticipatif permet de gagner davantage. « L'infrastructure d'anticipation » permet de rester à l'affût de ces corrections. Il s'agit en effet d'un outil d'analyse rigoureuse des causes et conséquences des révisions d'espérances. L'infrastructure repose sur :

- les actionneurs de valeur : il s'agit des ventes, des coûts opérationnels et des investissements. Ils permettent d'anticiper et de réviser les résultats attendus.
- les facteurs de valeur : ils précisent en quoi consistent les actionneurs.
- les leviers de valeur opérationnels : ils déterminent la valeur actionnariale (taux de croissance des ventes, marge de profit opérationnel, taux marginal d'investissement).

Les révisions d'espérances n'ont pas toutes le même impact. Celles qui affectent les ventes recèlent souvent les meilleures opportunités d'investissements (à condition que les marges sur les ventes excèdent le coût des capitaux).



1.3. Analyser la stratégie concurrentielle

Le moyen le plus sûr pour anticiper l'évolution d'une entreprise est de prévoir les changements dans son paysage concurrentiel. L'historique des performances donne des indications claires sur l'actionneur de valeur. Il montre quels sont les facteurs de valeur opérationnelle qui ont le plus varié dans le passé.

Quatre modèles stratégiques concurrentiels peuvent aussi aider les investisseurs à mieux anticiper les changements d'espérances : les deux modèles de Michael Porter, les « cinq forces » et la chaîne de valeur (cf. *bibliographie en p.16*) ; le modèle de l'innovation basée sur une rupture technologique ; et celui basé sur les règles d'information, particulièrement bien adapté aux entreprises produisant des biens immatériels.

2. METTRE EN ŒUVRE LE PROCESSUS

Le processus d'« investissement anticipatif » est méthodique et fait appel aux capacités de jugement des investisseurs.

2.1. Evaluer les anticipations basées sur les cours

Avant de considérer la probabilité et l'amplitude des révisions dans les anticipations, il faut déjà situer celles-ci. L'interprétation des anticipations se base d'abord sur le cours de bourse qui est une information publique facilement disponible. Ensuite, il faut estimer

Le cours des actions est le signal le plus clair et le plus fiable des attentes du marché vis-à-vis des performances futures d'une société.

les prévisions pour le cash-flow, le coût du capital et l'horizon de prévision. Pour les deux premiers, divers services d'analyses et de méthodes donnent des indications précises. L'horizon de prévision correspond à la période pendant laquelle une société est censée générer des résultats supérieurs au coût du capital.

L'analyse des espérances sera actualisée lorsque les prix d'actions changeront significativement ou lorsqu'une entreprise fera une annonce importante. Par exemple, lorsqu'en juin

2000, Electronic Data Systems annonça que malgré une baisse de son chiffre d'affaires attendu pour le second trimestre ses prévisions de résultats seraient atteintes, son cours chuta quand même brutalement de 26 %.

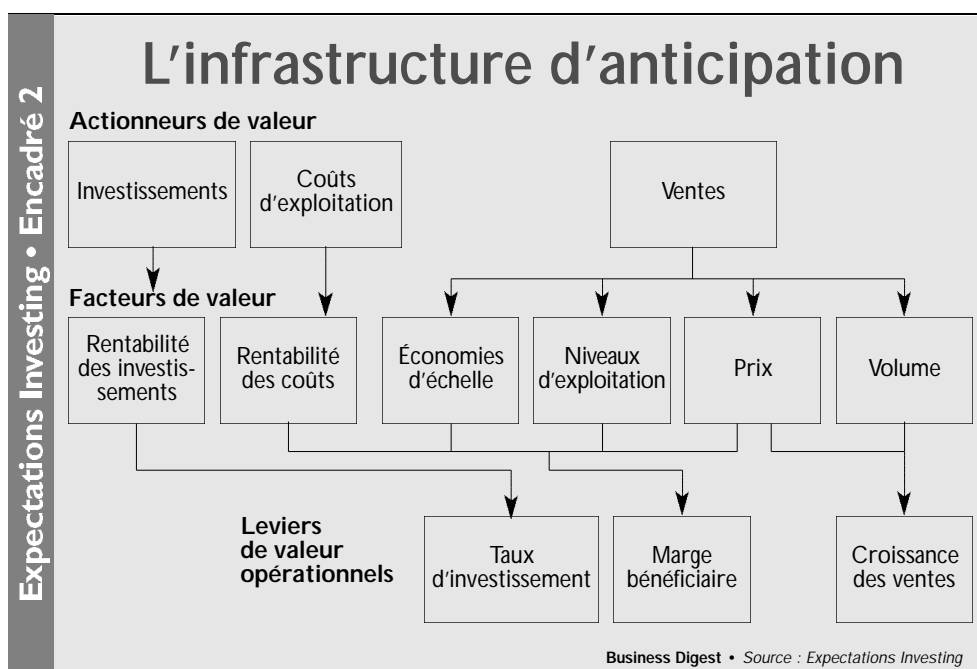
2.2. Identifier les opportunités espérées

C'est en connaissant les principales corrections des résultats espérés que l'on peut détecter les meilleures opportunités. Pour cela, deux types d'information peuvent être utiles :

- les données : les performances historiques et les anticipations issues du cours de l'action
- les outils : l'infrastructure d'anticipation et l'analyse de stratégie concurrentielle.

L'identification des opportunités d'anticipation se fait en trois étapes :

- étape 1 : estimation des valeurs hautes et basses pour les actionneurs de valeur et calcul du cours de l'action correspondant.



- étape 2 : choix de l'actionneur de valeur « turbo » : il s'agit de l'actionneur ayant le plus fort impact sur le cours de l'action;
- étape 3 : affinement des estimations hautes et basses pour l'actionneur « turbo », et calcul du cours de l'action en résultant.

On veillera à éviter les pièges psychologiques comme la trop grande confiance en soi ou l'attention exagérée à la première information reçue.

2.3. Acheter, vendre ou conserver ?

L'analyse de la valeur espérée consiste à pondérer les différentes valeurs possibles à partir des probabilités. Elle est très utile pour évaluer l'incertitude et les risques. Cette analyse souligne essentiellement deux aspects :

- Un consensus des investisseurs sur une action n'est aucunement gage de certitude quant aux gains espérés.
- Si la valeur d'une action varie peu, il faut parier à l'inverse de la majorité pour espérer réaliser des gains supérieurs.

La décision d'acheter doit se prendre si la valeur espérée est supérieure au cours de l'action. L'ampleur de la plus-value dépend de la décote que présente une action par rapport à sa valeur espérée et du temps que met le marché à réviser ses espérances de gains. Plus la décote est importante et plus le marché révisé vite ses positions, plus grande est la plus-value.

La décision de vendre se prend dans trois cas : si une action atteint sa valeur espérée, s'il y a une action plus attractive, ou si les espérances ont changé.

Les raisons d'investir reviennent toujours à parier sur la sous-estimation par le marché des perspectives de croissance d'une société.

2.4. Au-delà des cash-flow actualisés

Le modèle des cash-flow actualisés peut s'avérer insuffisant pour les sociétés évoluant en environnement incertain comme les start-ups ou les entreprises très innovantes. Pour ce type de sociétés, on peut recourir aux options réelles qui intègrent leur valeur potentielle. Les options réelles sont un instrument financier qui introduit de la souplesse en conditionnant un investissement à la réalisation d'un certain résultat.

Pour décider de recourir à une analyse d'option réelle, on peut se baser à la fois sur la valeur potentielle des options réelles d'une entreprise et sur leur valeur de marché. Le phénomène de « réflexivité » doit également être intégré. Ce terme a été forgé par le financier George Soros pour qualifier l'effet de rétroaction entre cours d'une action et performances d'une société car si son cours reflète les performances d'une entreprise, à l'inverse, il peut avoir un impact sur celles-ci.

2.5. Le paysage économique

Nul n'est besoin de nouvelles règles économiques pour pratiquer l'investissement anticipatif : ses règles s'appliquent à toutes les entreprises avec la même pertinence. Cependant, même si les aspects économiques de la création de valeur sont identiques, les critères varient en fonction des catégories d'entreprises : celles produisant des biens physiques, des services ou du savoir.

		Estimation du potentiel de valeur des options réelles	
		FAIBLE	ÉLEVÉ
Expectations Investing • Encadré 3	FAIBLE	Analyse d'options réelles n'est pas nécessaire	Candidat à l'achat d'actions
	ÉLEVÉ	Candidat à la vente d'actions	Analyse d'options réelles est nécessaire

Business Digest • Source : Expectations Investing

3. DÉCRYPTER LES SIGNAUX EN PROVENANCE DES ENTREPRISES

Les entreprises envoient régulièrement des signaux aux investisseurs. Leur décryptage permet de bénéficier d'indications précieuses.

3.1. Fusions-acquisitions

Les fusions-acquisitions sont des événements majeurs car elles ont toujours un impact important sur le cours des actions des sociétés concernées. Cependant, la simple évolution du bénéfice par action n'est pas un bon indicateur car il ne tient pas compte de la création de valeur résultant de la fusion. Cette création de valeur est mieux appréhendée par la valeur estimée des synergies nouvelles, diminuée de la prime d'achat.

Les investisseurs avisés doivent donc apprécier ces synergies en estimant la valeur du management ou en se référant aux analyses issues de l'infrastructure d'anticipation. Ils doivent aussi s'efforcer de répondre aux questions suivantes :

- Quel est le degré de risque résultant de l'opération ? Celui-ci se traduira par une « prime de risque » affectant le cours des actions.
- L'acheteur paie-t-il son acquisition en cash ou par échange d'actions ? Un paiement en actions peut traduire un manque de confiance dans l'acquisition ou une surévaluation de ses actions par l'acquéreur.
- Quelle est la réaction du marché ? Des mauvaises estimations peuvent constituer des opportunités pour acheter ou vendre.

3.2. Rachat d'actions

Les rachats d'actions sont un signal fort d'évolution de leur valeur. Ce rachat signifie qu'une entreprise estime cette valeur sous-évaluée par rapport au cours affiché, et qu'elle n'a pas de meilleures opportunités d'investissement. Quatre raisons principales justifient les rachats d'action :

- Signaler au marché que les actions sont sous-évaluées
- Agir sur les bénéficiaires par action
- Rembourser à meilleur compte les actionnaires
- Augmenter l'effet de levier financier

Toutefois, les investisseurs doivent bien analyser les motivations du management car souvent, le rachat d'actions répond à d'autres intérêts que ceux des actionnaires de référence.

**Le processus
d'« investissement
anticipatif » représente
une évolution
fondamentale dans
la manière dont les
investisseurs sélectionnent
leur portefeuille
boursier.**

3.3. Plans d'intéressement

Comme ils influent sur les performances des entreprises, les plans d'intéressement des salariés sont aussi de bons anticipateurs de cours boursiers.

- Les investisseurs anticipatifs savent par exemple que pour les cadres dirigeants des primes liées aux résultats sont préférables aux stock-options classiques. En revanche, les options indexées récompensent les performances de façon appropriée indépendamment de l'orientation des cours.

- Certains plans d'intéressement sont appropriés pour récompenser

l'atteinte, par les responsables opérationnels, d'une plus-value pour l'actionnaire supérieure aux attentes du marché.

Ces principes et méthodes sont utilisables pour toute société cotée, tant par les investisseurs professionnels, les responsables financiers d'entreprises que par les analystes financiers. Bien appliqués, ils permettront de traduire de grandes incertitudes en opportunités lucratives. ■

D'après **Expectations Investing**

De Alfred Rappaport et Michael J. Mauboussin

Ed. Havard Business School Press, septembre 2001

POUR EN SAVOIR PLUS

Competitive strategy

Techniques for analyzing industries and competitors
de M. Porter

Un ouvrage de référence, offrant des outils et des conseils précieux pour analyser en détail les comportements de vos concurrents.

Creating shareholder value

A guide for managers and investors

d' Alfred Rappaport

Ce guide pertinent aidera les managers et les investisseurs à choisir et mettre en place des techniques créatrices de valeurs, à la fois pour les actionnaires et les entreprises. Un livre indispensable pour rester compétitif.

Les rubriques « Les idées-clés » et « Le résumé » reflètent le plus fidèlement possible les idées et le cheminement de la pensée de(s) auteur(s) de l'ouvrage original, sans interférence avec un quelconque avis critique. Ces rubriques, œuvres originales élaborées sous notre entière responsabilité, sont des résumés : il ne s'agit ni d'extraits ni de condensés de l'œuvre de(s) auteur(s). Nous vous conseillons la lecture de l'ouvrage original.

La débâcle boursière de 2001 a laissé la plupart des actionnaires non seulement appauvris, mais aussi désarmés face aux révisions brutales de cours d'entreprises prestigieuses (Lucent, Alcatel, Xerox, Enron...).

Expectations Investing donne une explication claire à ce phénomène. Pour reprendre l'expression utilisée par Berstein dans la préface de l'ouvrage, les actionnaires ont eu davantage recours à leurs oreilles qu'à leurs yeux pour renseigner leurs cerveaux. L'avidité et le goût pour l'argent facile, leur ont fait oublier les bienfaits de l'analyse fondamentale.

Une nouvelle logique d'analyse financière

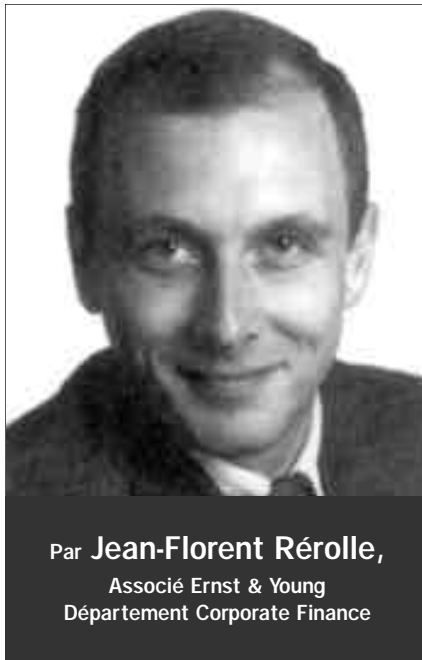
Les auteurs ne recommandent pas la démarche d'analyse conventionnelle qui consiste à estimer d'abord la valeur intrinsèque d'une entreprise puis à la comparer à sa valeur boursière avant de prendre une décision d'investissement.

Ils proposent de partir du cours de bourse actuel, d'identifier, grâce aux analyses financières disponibles, les hypothèses implicites qui y sont contenues, d'en faire l'examen stratégique afin de déterminer la probabilité de leur révision, et de prendre une décision en fonction de cette analyse.

Cette démarche logique, mais trop rarement utilisée, met en œuvre des outils très classiques : les cash flows actualisés dont l'approche avait été vulgarisée par Alfred Rappaport dans son livre « *Creating Shareholder Value* », les outils d'analyse stratégiques développées par Porter, Christensen ou Shapiro.

D'autres approches sont plus récentes comme celle des options réelles, largement diffusées dans les milieux financiers par Michael Mauboussin, responsable de la recherche financière du CSFB.

Séduisante, et apparemment facile à mettre en œuvre, cette méthode se heurte cependant à un obstacle important : celui de la fiabilité des analyses financières qui en constituent son point de départ. En juillet 2000, sur les 33169 recommandations faites par les 2200 analystes sur 6000 entreprises cotées aux Etats-Unis, seulement 125 étaient des recommandations de vente (soit 0,37% !). Il est donc difficile de penser que



Par **Jean-Florent Réolle**,
Associé Ernst & Young
Département Corporate Finance

le consensus des analystes financiers reflète les hypothèses du marché financier.

Aujourd'hui, ce livre est donc peu utilisable par l'investisseur. Cependant, cette situation n'est que temporaire. En effet, le fonctionnement des marchés financiers est en train de connaître une mutation déterminante grâce à l'amélioration constante de l'information financière. Réglementation et progrès techniques se conjuguent pour rendre les entreprises plus transparentes, et les analystes financiers plus professionnels.

La réglementation comptable est en train de changer considérablement tant aux Etats-Unis qu'en

Europe. Les tendances lourdes sont les suivantes : informer la communauté financière sans discrimination, plus fréquemment, et surtout de manière plus pertinente (information plus détaillée, plus opérationnelle, privilégiant les valeurs de marché et comportant des éléments non financiers pour mettre en perspective les données purement comptables).

Des exemples à suivre

Deux exemples de communication financière montrent la voie. Sur son site, Microsoft propose à ses actionnaires des outils de simulation pour leur permettre de juger par eux-mêmes des perspectives d'avenir de l'entreprise. Par ailleurs, en réaction à la pratique d'« *earnings guidance* », USA Networks a tout récemment déclaré qu'à l'avenir, il rendrait public ses budgets internes, considérant qu'il faut mieux « gérer l'entreprise que gérer la Bourse ».

Sur le plan technologique, grâce à Internet, l'information financière est à présent accessible à tous les investisseurs, pour un coût très faible. Les entreprises peuvent s'adresser directement à leurs actionnaires et n'ont plus besoin du filtre des analystes financiers.

Face à cette désintermédiation, et confrontés à une grave crise de confiance qui suscite de nombreuses initiatives (procès, code de déontologie...), les analystes ne pourront que retrouver leur indépendance et leur professionnalisme, pour le plus grand bien des investisseurs. Cela permettra à ces derniers de se servir, enfin, de l'ouvrage *Expectations Investing* ! ■