

Sur les marchés boursiers se profilent typiquement deux genres d'investisseurs dont les décisions reposent sur la si fameuse shareholder value comme mesure d'évaluation des titres pour les actions. Le premier se fonde sur les dérivés, le second sur le long terme et la diversification.

# L'éternel duel entre l'option et la shareholder value à long terme

ISABELLE LAMBIEL

LA PREMIÈRE CATÉGORIE d'investisseurs se base sur le court terme (c'est-à-dire sur une période inférieure à cinq ans) et est fortement exposée à certains risques (voir graphique 1) dont le taux d'intérêt ne tient pas compte (voir graphique 2). Pour y parer, cette catégorie a souvent recours aux produits dérivés, dont une mauvaise utilisation accélère encore ces risques. La deuxième catégorie d'investisseurs opte pour une solution plus sûre: le long terme et la diversification en déléguant le délicat travail de sélection des titres à des spécialistes, en l'occurrence à des gestionnaires de fonds de placement.



ISABELLE LAMBIEL  
Relationship Manager, AS  
Asset Services Auvergnier.

vir pendant une longue durée les besoins financiers de tous les groupes sociaux en relation avec l'entreprise: les employés, les fournisseurs, les clients et les autres stakeholders. Seule la liquidité, générée par le cash-flow, permet durablement de fixer des prix concurrentiels, de verser les salaires et de payer les matières premières nécessaires à la production. Une étude menée par le LEK/Alcar Consulting Group va aussi dans ce sens. En examinant le cours des actions de trente entreprises faisant partie du Dow Jones, il a été

nouveau produit. De telles innovations sont qualifiées de «disruptives» et se caractérisent par le fait qu'elles exigent non seulement des modifications au niveau de la technique, mais aussi au niveau structurel. Cela signifie qu'en plus des investissements technologiques supplémentaires, elles nécessitent de nouvelles approches au niveau de la gestion de la production, du développement, de la distribution, du marketing et de la vente. Ce qui peut se répercuter directement sur les prix des produits. Par conséquent, l'entreprise enregistre à court terme un faible bénéfice en vue d'une valorisation à long terme, ce qui explique la myopie des cadres face aux innovations «disruptives».

► DILEMME ENTRE COURT ET LONG TERME SUR LE NOUVEAU MARCHÉ

Ce dilemme entre le bénéfice à court terme et la valorisation à long terme est particulièrement fréquent sur les «Nouveaux Marchés», créés récemment en tant que nouveaux segments boursiers dans une conjoncture en plein boom. Ils permettent aux petites entreprises de se financer et d'enregistrer des rendements dépassant la moyenne ou

erreur de management) et des influences extérieures (telle qu'une variation conjoncturelle) qui ne sont pas compensées par d'autres segments de production ou par le chiffre d'affaires d'autres filiales. En raison de cette absence de diversification, leurs risques sont plus importants. Ne disposant pas d'un capital similaire que les grandes entreprises, elles risquent l'insolvabilité. Finalement, ces entreprises jouissent d'une faible capitalisation boursière malgré leur fort dynamisme, ce qui entraîne pour les investisseurs des coûts de transactions plus élevés en raison de la forte volatilité de leur titre. C'est cette volatilité même qui met en évidence le risque qui se réduit sur une longue durée comme le démontre le tableau ci-dessous.

► 50% DES ENTREPRISES NE SURVIVENT PAS APRÈS CINQ ANS

Bien qu'il soit souvent recommandé d'investir sur une longue durée, certaines circonstances incitent la première catégorie d'investisseurs à négocier des titres à court terme en ne considérant pas les risques relatifs aux PME. On parle alors de risques liés au «survivorship bias» (voir graphique 1). En effet, de nombreuses personnes croient que les nouvelles PME ont passé par toutes les épreuves après une période d'une année. Les investisseurs commencent alors massivement à acheter leurs actions, ce qui pousse encore de manière trompeuse les cours vers le haut. En examinant des études statistiques, on se rend compte qu'il faut plutôt étendre la durée sur cinq années puisque 50% environ des jeunes entreprises dynamiques ne survivent pas après ce laps de temps. Il faut donc agir avec prudence à l'égard des petites entreprises et ne pas les surestimer en raison des risques énumérés dans le graphique 1. Toutefois, il ne faut pas non plus les ignorer parce qu'elles jouissent d'un fort potentiel grâce à leur dynamisme et leur esprit innovateur.

► OPTION OU LONG TERME

En vue de se protéger à court terme contre des mésestimations relatives à la shareholder value et d'éviter la volatilité, la première catégorie d'investisseurs a recours aux produits dérivés. Ceux-ci se définissent comme un accord contractuel selon lequel deux ou plusieurs partis conviennent de verser un cer-

## 1. DIFFÉRENTS RISQUES RELATIFS À LA SURÉVALUATION DES MARCHÉS BOURSIERS

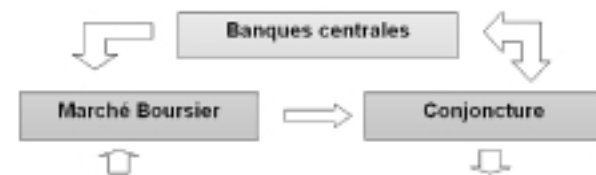


Risques de surévaluation

A court terme ces quatre risques sont souvent négligés par les investisseurs.

SOURCE: AS ASSET SERVICES AUVERGNIER

## 2. LA SHAREHOLDER VALUE EN INTERACTION



$$\text{Shareholder Value} = \text{Valeur de l'entreprise} = \frac{\text{Cash-flow nets attendus}}{(1+r)^n}$$

r: taux d'intérêt n: nombre d'années

La shareholder value dépend de la conjoncture, influencée par le taux d'intérêt fixé par les banques centrales et les attentes des actionnaires.

SOURCE: AS ASSET SERVICES AUVERGNIER

## VOLATILITÉ ET RENDEMENT EN FONCTION DE DIFFÉRENTS HORIZONS DE PLACEMENT

HORIZON DE PLACEMENT	RENDEMENT MOYEN	VOLATILITÉ EFFECTIVE
1 AN	8,68%	18,70%
2 ANS	8,68%	13,38%
3 ANS	8,68%	9,72%
4 ANS	8,68%	5,58%
5 ANS	8,68%	6,71%
6 ANS	8,68%	5,93%
7 ANS	8,68%	4,63%
8 ANS	8,68%	4,42%
9 ANS	8,68%	4,32%
10 ANS	8,68%	4,71%

Bien que le rendement moyen reste constant, la volatilité effective représente le risque qui diminue avec la durée.

SOURCE: AS ASSET SERVICES AUVERGNIER

tain montant dans le futur au moment où survient un événement conclu contractuellement, à l'exemple de l'option. Celle-ci permet en effet à l'acheteur, après le paiement d'une certaine prime, de faire valoir jusqu'à l'échéance un droit d'achat et de vente d'action à des conditions favorables. Il est vrai que question risque, la perte se limi-

les produits dérivés apportent beaucoup d'avantages dans le sens où ils nous protègent contre les risques à condition que l'on fasse preuve de vigilance: «In a way, derivatives are like electricity. Properly used, they can provide great benefit. If they are mishandled or misunderstood, the results can be catastrophic.»

**Si on veut investir à court terme, il faut utiliser les options pour parer à la volatilité.**

te au paiement de la prime comme l'indiquent les graphiques 3 et 4. L'option vise ainsi la réduction du risque défini par la volatilité. Toutefois, les produits dérivés doivent être utilisés avec prudence puisqu'ils renferment des risques en soi. En effet, à l'échéance, on doit acheter ou vendre l'action bien que le moment ne soit pas propice. Comme le disent Rutledge et Bertram de la Pennsylvania Securities and Exchange Commission,

En conclusion, si on veut investir à court terme, il faut utiliser les options pour parer à la volatilité puisque celle-ci ne s'amenuise qu'à long terme (voir tableau ci-dessus). Par contre, si l'on peut placer ses capitaux sur une longue durée, il vaut mieux choisir un fonds de placements, indispensable pour obtenir une diversification optimale, basée sur la shareholder value impliquant une croissance soutenue. ●

► LA SHAREHOLDER VALUE, UN INSTRUMENT DE SÉLECTION PRIMORDIAL...

C'est aux USA que la «shareholder value» a vu le jour pour la première fois. Elle est devenue le modèle d'évaluation fondamental pour déterminer le succès en bourse d'une entreprise. Elle est calculée au moyen de la formule du graphique 2. Elle dépend de la conjoncture, des attentes des actionnaires et du taux d'intérêt fixé par les banques centrales. En procédant à une variation de la masse monétaire, ces dernières augmentent ou diminuent le taux d'intérêt. Un taux d'intérêt élevé porte préjudice aux entreprises dans le sens où celles-ci pourront obtenir difficilement des crédits, indispensables pour financer les innovations et les investissements. Un taux d'intérêt bas s'avère positif et résulte d'un accroissement de la masse monétaire. Il suscite des attentes positives dans le milieu boursier puisqu'il implique une shareholder value plus élevée.

► ... MAIS POUR LE LONG TERME

Tout d'abord, l'augmentation de la shareholder value a été considérée comme relevant de la compétence des cadres. Durant le milieu des années huitante, ces derniers ont été effectivement incités à accroître la shareholder value pendant la vague de rachat d'entreprises et ont ainsi créé quarante millions de places de travail aux Etats-Unis. Cette vague a contribué à une forte performance économique et elle procure à ce pays la plus longue croissance depuis l'après-guerre. En effet, les cash-flows à la base de la shareholder value peuvent à eux seuls cou-

prouvé que 80 à 90% des cours respectifs après cinq ans correspondaient à la shareholder value préalablement calculée. A moyen et à long terme, celle-ci est un indicateur valable puisque les risques dont elle ne tient pas compte sont pratiquement ramenés à zéro sur une longue durée comme l'illustre le tableau à travers la volatilité effective sur une période de dix ans.

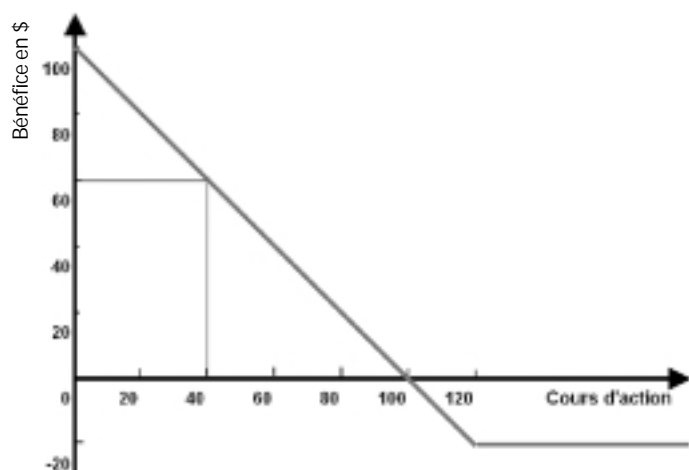
► MYOPIE DES CADRES

A court terme, il faut toutefois remarquer que les cadres attachent une plus grande importance au bénéfice qu'à l'augmentation de la valeur de l'entreprise. Tel a été le cas chez IBM, Hewlett-Packard et Apple Computers. Ceci réside dans leurs difficultés à penser au-delà des changements structurels, ce qui compromet l'avenir d'un

**C'est aux USA que la «shareholder value» a vu le jour pour la première fois.**

plus exactement une très forte shareholder value. Ce phénomène se traduit souvent par une surévaluation des titres. Elle doit être attribuée en premier lieu au «hot-issue-market effect» (voir graphique 1). Cela signifie que les prix du marché sont surévalués, ce qui porte préjudice aux investisseurs. Il se peut que ces derniers perdent de l'argent à court terme bien qu'ils aient obtenu au moyen de la formule du graphique 2, la promesse d'un accroissement intéressant de la shareholder value à long terme. Une telle mésestimation peut en deuxième lieu être due au firm-size-effect (voir graphique 1), caractérisé par des futurs rendements dépassant la moyenne. Les conséquences peuvent s'avérer très négatives. En effet, les petites entreprises font face à des événements (tels qu'une baisse de la production ou une

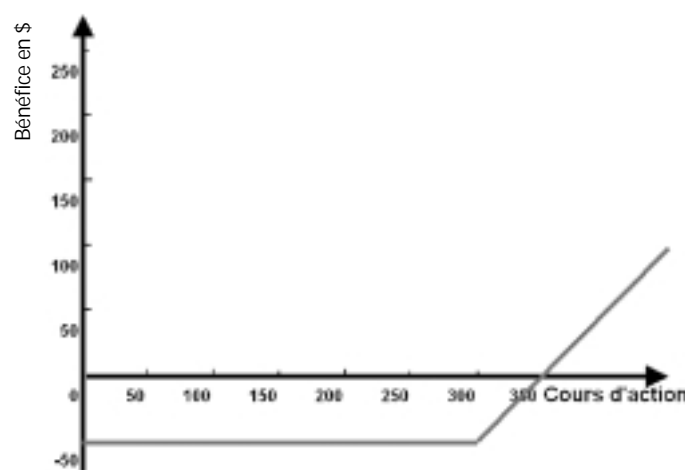
## 3. CALL OPTION LIÉE À L'ACHAT D' ACTIONS



En concluant une call option dont la prime s'élève à 20\$ à un cours d'action de 120\$, plusieurs scénarios peuvent se présenter: p.e. cours d'achat = 100\$ → bénéfice = 0\$ cours d'achat = 40\$ → bénéfice = 60\$

SOURCE: AS ASSET SERVICES AUVERGNIER

## 4. PUT OPTION LIÉE À LA VENTE D' ACTIONS



En concluant une put option dont la prime s'élève à 50\$ à un cours d'action de 300\$, plusieurs scénarios peuvent se présenter: p.e. cours de vente = 200\$ → perte limitée à 50\$ cours de vente = 400\$ → bénéfice = 50\$

SOURCE: AS ASSET SERVICES AUVERGNIER