

CLÉS POUR LE MARCHÉ par Olivier Davanne et Thierry Pujol

Profits: gare aux illusions comptables

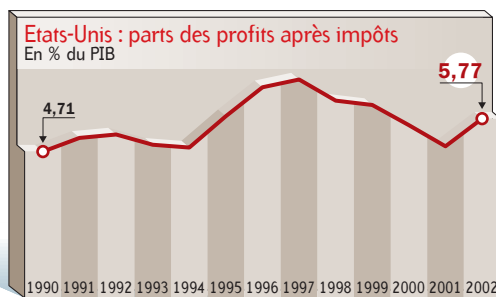
Chaque mois, Enjeux donne la parole à deux spécialistes, associés de DPA Conseil, qui analysent la stratégie patrimoniale à adopter par les particuliers qui souhaitent investir sur les marchés financiers.

Les profits publiés ne sont pas toujours représentatifs de la rentabilité des opérations des entreprises pour trois raisons très différentes. La fraude caractérisée: heureusement rare mais très médiatisée (Worldcom), elle consiste pour une entreprise à cacher des coûts ou à intégrer des ventes fictives. L'inadéquation des normes comptables conduit parfois à surestimer systématiquement la rentabilité des entreprises, en ne prenant par exemple pas en compte le coût des stock-options accordées aux dirigeants ou en sous-estimant des engagements futurs (retraite, santé) pris envers les salariés. La créativité comptable: les normes comptables laissent nécessairement des marges de manœuvre aux entreprises et à leurs auditeurs dans la détermination des résultats (montant de certaines provisions, champ de consolidation des filiales...). Ces marges ont probablement été davantage utilisées au cours des dernières années, notamment aux Etats-Unis, pour améliorer artificiellement la rentabilité affichée des entreprises. Ce phénomène reflète un problème d'incitations: la rémunération des dirigeants est devenue beaucoup trop dépendante de la montée à court terme des cours de Bourse (à travers des mécanismes de stock-options parfois mal conçus). La « créativité comptable » paye... Pour cette raison, sans doute, les bénéfices annoncés par les entreprises cotées américaines dans la seconde moitié des années 90 ont fortement pro-

gressé, alors même que les comptes nationaux décrivent sur cette période une dégradation de leur rentabilité moyenne (voir graphique ci-dessous).

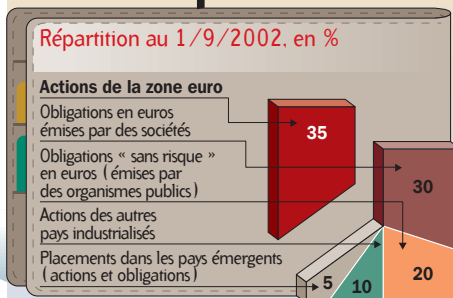
Fraude et dissimulation d'informations relèvent des tribunaux. Mais faut-il s'inquiéter de l'inadéquation de certaines normes comptables ou de la créativité comptable? Après tout, l'information n'en reste par moins disponible et les armées d'analystes financiers peuvent analyser et retraiter les comptes. Ils sont a priori à même d'extraire des indicateurs bruts, complétés par une analyse prospective, le seul chiffre qui compte étant le rendement prévisible à long terme d'un placement dans l'entreprise concernée. Or force est de constater la faiblesse de ce contrôle par les analystes financiers, qu'on attribue souvent au manque d'indépendance de la recherche dans certaines banques. Mais il faut aussi voir là le résultat de l'obsession du court terme chez les analystes, moins préoccupés par le rendement de long terme des placements que par la performance à trois ou six mois. On analyse malheureusement peu le long terme des entreprises, pour privilégier la recherche de l'information qui fera monter à court terme les cours de Bourse. Qui peut changer cet état d'esprit? La solution est largement entre les mains des grands investisseurs institutionnels à long terme. En tant qu'actionnaires, ils ont la taille critique pour imposer de meilleures règles en matière de rémunération des dirigeants et de transparence des comptes. A eux aussi d'imposer aux analystes qui retraitent ces comptes une nouvelle approche qui privilégie l'étude des rendements à long terme. Vaste chantier!

gressé, alors même que les comptes nationaux décrivent sur cette période une dégradation de leur rentabilité moyenne (voir graphique ci-dessous).



VOTRE PORTEFEUILLE

Actions: cibler l'Europe



Ce portefeuille a été défini avec un CAC 40 à 3 500 points et un Euro Stoxx 50 à 2 800. A ces cours, nous estimons à environ 7% le rendement réel de long terme disponible sur un portefeuille diversifié d'actions européennes. Cette évaluation est compliquée par les interrogations sur la véracité des comptes des entreprises. Ce problème se pose avec plus d'acuité aux Etats-Unis qu'en Europe. Une difficulté que l'on retrouve de part et d'autre de l'Atlantique est la nécessité de tenir compte

du niveau anormalement déprimé des profits de la nouvelle économie. D'une part, les résultats d'exploitation souffrent de la récession subie par le secteur (voir Alcatel). D'autre part, ces entreprises enregistrent souvent des pertes exceptionnelles pour tenir compte de la baisse de valeur des actifs achetés au pic de la bulle. Ce manque de visibilité sur ces valeurs incite à centrer l'analyse des rendements à long terme sur les grandes entreprises traditionnelles.

Ce portefeuille s'adresse à des investisseurs ayant un horizon de placement d'environ dix ans et une « audace » moyenne. Il est bâti selon une approche dite « fondamentale », où la part des placements dépend surtout des perspectives de rendement dans la durée. On trouvera sur www.dpaconseil.com des précisions sur les différents styles de gestion et la construction de ce portefeuille de référence.