

L'INVESTISSEUR INTELLIGENT

Benjamin Graham



RÉSUMÉ

MasterBourse
APPRENDRE À INVESTIR EN BOURSE

**Ce résumé ne se substitue aucunement
à l'ouvrage original.**

Ce résumé restitue l'essence de l'ouvrage d'origine, dans son intégralité et en toute neutralité. Sa lecture vous permettra de retenir ses concepts-clés. L'auteur de ce résumé s'inspire des idées mentionnées dans l'ouvrage d'origine mais ne reproduit à aucun moment le texte original (à l'exception de certaines brèves citations clairement mentionnées et qui ont un but pédagogique). Synthétiser un texte est un exercice forcément subjectif. C'est pourquoi nous vous conseillons vivement d'acheter l'ouvrage d'origine car ce résumé ne constitue qu'un complément de ce dernier. Il ne se substitue aucunement à celui-ci. Le lien suivant vous permettra d'acquérir l'ouvrage original :

[\[Lien vers ouvrage original\]](#)

RÉSUMÉ PAR MASTERBOURSE

L'INVESTISSEUR INTELLIGENT FICHE INTRODUCTIVE



DE
BENJAMIN GRAHAM

487 pages

1973

POINTS FORTS

- Comprendre les bases de l'investissement "Value".
- Les principaux enseignements de l'ouvrage sont toujours valables aujourd'hui.
- L'ouvrage est un guide pratique qui présente des méthodologies claires et précises.

POURQUOI LIRE CE LIVRE

Benjamin Graham, mentor de Warren Buffett, nous offre un guide pratique pour réussir nos investissements en Bourse sur le long terme, en utilisant la philosophie de l'investissement dans la valeur, dont il est l'un des pères.

Il détaille dans son ouvrage, sa méthode pour sélectionner les actions sous-évaluées via un certain nombre de critères bien précis, pour différents types d'investisseur (actifs ou passifs).

L'ouvrage est assez technique. A la suite d'une première lecture, il peut paraître comme étant difficile. Nous vous invitons à y revenir continuellement, au fur et à mesure de vos prochaines lectures et des progrès que vous ferez par ailleurs en matière de finance et d'investissement.

L'investisseur intelligent constitue sans nul doute, l'un des meilleurs livres de tous les temps en matière d'investissement en Bourse. Une véritable rampe de lancement!

*L'investisseur intelligent est un réaliste
qui vend aux optimistes
et achète aux pessimistes.*

Benjamin Graham

SOMMAIRE

CHAPITRE 1 : L'INVESTISSEMENT VS. LA SPÉCULATION	7
CHAPITRE 2 : L'INVESTISSEUR ET L'INFLATION	10
CHAPITRE 3 : L'INVESTISSEUR ET L'HISTOIRE DES MARCHÉS BOURSIERS	11
CHAPITRE 4 : INVESTISSEUR PASSIF : STRATÉGIE ET CONSTRUCTION DE PORTEFEUILLE	13
CHAPITRE 5 : INVESTISSEUR PASSIF : LES ACTIONS	15
CHAPITRE 6 : INVESTISSEUR ACTIF : CE QU'IL NE DOIT PAS FAIRE....	17
CHAPITRE 7 : INVESTISSEUR ACTIF : LES STRATÉGIES À ADOPTER....	19
CHAPITRE 8 : COMMENT RÉAGIR FACE AUX MOUVEMENTS DU MARCHÉ	22
CHAPITRE 9 : LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT.....	24
CHAPITRE 10 : LES CONSEILS FINANCIERS.....	25
CHAPITRE 11 : QUELQUES BASES DE L'ANALYSE FINANCIÈRE.....	27

SOMMAIRE

CHAPITRE 12 : LES BNA : LES POINTS D'ATTENTION	30
CHAPITRE 13 : COMPARAISON DE 4 SOCIÉTÉS COTÉES	32
CHAPITRE 14 : SÉLECTION D' ACTIONS POUR UN INVESTISSEUR PASSIF	33
CHAPITRE 15 : SÉLECTION D' ACTIONS POUR UN INVESTISSEUR ACTIF	35
CHAPITRE 16 : LES OBLIGATIONS CONVETIBLES ET LES BSA	37
CHAPITRE 17 : 4 CAS HISTORIQUES INSTRUCTIFS	39
CHAPITRE 18 : 8 ANALYSES COMPARATIVES	43
CHAPITRE 19 : LA POLITIQUE DE DIVIDENDES	44
CHAPITRE 20 : LA MARGE DE SÉCURITÉ	46
FICHES RÉCAPITULATIVES	48

CHAPITRE 1

L'INVESTISSEMENT vs. LA SPECULATION

Le comportement d'un *investisseur* est fondamentalement différent de celui d'un *spéculateur*.

Pour comprendre et mesurer l'importance des différences qui séparent ces deux approches, B. Graham présente la définition suivante de l'investissement :

« Un investissement est une opération financière qui, après analyse approfondie, garantit le capital investi et promet un rendement satisfaisant ». B. Graham considère que toutes les opérations qui ne respectent pas ces critères, s'apparentent à de la spéculation.

L'usage courant du terme *investisseur* pour désigner toute personne s'intéressant à la Bourse est donc trompeur. Être en mesure de distinguer les comportements spéculatifs de ceux qu'adopteraient des investisseurs, est salutaire. Les confondre peut s'avérer être désastreux.

B. Graham rappelle néanmoins que tout placement en actions comporte un facteur spéculatif inhérent. Les achats d'actions ne peuvent, en effet, jamais se faire à un cours plancher qui permettrait à un investisseur d'annihiler intégralement le risque de baisse des cours. **Le rôle de l'investisseur doit être de le minimiser.**

Selon B. Graham, il existe deux grandes catégories d'investisseurs :

- **Les investisseurs passifs** : L'investisseur passif est celui qui privilégie la garantie du capital investi à la maximisation du rendement attendu. Il recherche avant tout, la sécurité. Ce type d'investisseur n'est pas prêt à intervenir régulièrement sur ses positions. Il adopte généralement une posture dite « passive » ou « défensive ». B. Graham donne quelques techniques que pourrait adopter ce type d'investisseur :
 - o Acheter des parts de fonds communs de placement **de qualité**. Cela permet à l'investisseur d'avoir un portefeuille géré par des professionnels ;

- Acheter des titres en lissant l'entrée : cela revient à placer le même montant à fréquence régulière sur une sélection d'actions et d'obligations, afin d'étaler dans le temps les points d'entrée et minimiser les risques liés à une mauvaise appréciation par rapport au prix d'entrée ;
- **Diversifier son portefeuille** en allouant une proportion allant de 25% à 75% pour les actions en fonction du profil de chacun et de l'environnement global.
- **Les investisseurs actifs** : L'investisseur actif cherchera à faire mieux que l'investisseur passif. Mais il n'est pas à l'abri de faire pire s'il n'adopte pas les bonnes méthodologies... Son objectif ultime est de **battre le marché**. C'est un investisseur **entreprenant** qui va agir **activement** sur son portefeuille tout au long de sa vie.

B. Graham passe en revue les principales méthodologies qu'utilisent les différents acteurs du marché pour parvenir à le battre :

 - Le « **Trend following** » : Cette méthodologie consiste à identifier la tendance du marché pour mieux la suivre. Pour B. Graham, cette méthodologie n'offre ni une garantie sur le capital investi, ni un rendement adéquat. Elle s'apparente donc pour lui à de la spéculation ;
 - « **Trading de news** » : Investir dans des actions d'entreprises s'apprêtant à annoncer des nouvelles qui devraient être appréciées par le marché. Cette méthodologie présente deux obstacles majeurs selon B. Graham : i) le risque d'erreur et ii) la concurrence. L'investisseur peut en effet se tromper dans ses anticipations et lorsqu'il a raison, les cours les avaient peut-être déjà intégrées ;
 - **Investir sur base d'un raisonnement de long terme** : Investir dans des actions d'entreprises dont les perspectives futures devraient s'améliorer. Comme pour la méthodologie précédente, le risque d'erreur est tout aussi important.

Pour B. Graham, il existe une méthodologie qui, lorsqu'elle est correctement appliquée, peut permettre à l'investisseur de battre le marché. Celle-ci consiste à sélectionner les titres sous-évalués par le marché, i.e. dont la valeur intrinsèque est largement supérieure

au prix proposé par le marché. Les prochains chapitres développeront en détail ces méthodologies d'**investissement dans la valeur**.

CHAPITRE 2

L'INVESTISSEUR ET L'INFLATION

Certains investisseurs négligent souvent l'impact de l'inflation. Ces derniers se laissent berner par : « **l'illusion de l'argent** ». Pour éviter ce type d'erreur, il est nécessaire de raisonner en rendement réel (rendement dégagé ou espéré, **diminué** de l'impact potentiel de l'inflation).

En période d'inflation, le rendement réel de la plupart des obligations se réduit considérablement. Il est en effet tout à fait logique, que le rendement **réel** d'un actif financier basé sur un taux de rendement fixé à l'avance, enregistre une baisse lorsque la valeur monétaire décroît. Le rendement réel d'une obligation, non indexée sur l'inflation, décroît donc parallèlement à la progression de l'inflation.

Suite à la période de forte inflation débutée dans les années 1960, de nombreux professionnels de la finance avaient, selon B. Graham, pris le dangereux raccourci d'affirmer que les obligations sont de moins bons investissements que les actions, du fait de cette faiblesse liée au risque d'inflation.

Il est vrai que dans une situation inflationniste, les actions d'entreprises, à la différence des obligations, disposent d'un « pricing power » qui leur permet d'absorber l'effet inflationniste en le répercutant sur leurs prix finaux.

Mais émettre une règle arbitraire, en plaidant que les actions sont, de manière générale, de meilleurs investissements que les obligations, est pour B. Graham, une aberration. L'affirmation contraire serait tout aussi absurde selon lui. **Il n'existe tout simplement pas de règles absolues**. Rien n'est inscrit dans le marbre. Tout dépend de la situation dans laquelle évolue l'investisseur.

De manière générale, il faut rester extrêmement prudent vis-à-vis de l'ensemble de ces prétendues règles qui généralisent une observation intervenue dans un contexte particulier.

B. Graham invite ses lecteurs à être prudents dans leurs choix : l'inflation ne rime pas toujours avec action et le marché boursier ne suit pas toujours linéairement la progression du coût de la vie.

CHAPITRE 3

L'INVESTISSEUR ET L'HISTOIRE DES MARCHES BOURSIERS

Pour B. Graham, l'intérêt d'un investissement est, en très grande partie, fonction de son prix d'achat.

L'observation de l'histoire de la Bourse démontre que le marché peut passer assez brusquement d'un enthousiasme frôlant parfois l'euphorie, à un doute suprême. Si *l'investisseur intelligent* ne se montre pas constamment **sceptique face aux prix** que lui propose le marché, s'il ne se questionne pas assez sur **la phase** dans laquelle il se trouve, il pourrait très bien entrer dans l'une de ces phases d'euphorie, puis, lorsque le marché recouvrera la raison, il se retrouvera avec des titres achetés beaucoup trop chers et ses pertes peuvent être dans ce cas, colossales.

Pour éviter ce genre de catastrophe, il est selon B. Graham, vital pour chaque investisseur, de porter un jugement objectif sur les niveaux du marché actuel.

Pour parvenir à évaluer la situation de manière fiable, il est nécessaire d'avoir une bonne connaissance de l'histoire des marchés boursiers. Il ne s'agit pas de prédire le futur en extrapolant le passé. Une croissance continue depuis plusieurs années ne peut pas être retenue comme argument pour justifier une croissance à venir ! Il s'agit plutôt de s'inspirer des observations du passé pour diagnostiquer la situation actuelle.

B. Graham observe qu'il y a eu 19 cycles de hausse et de baisse durant le siècle précédent l'année 1970. Il les regroupe en 3 principales phases :

- 1900 – 1924 : alternance de cycles haussiers et baissiers relativement courts (de 3 et 5 ans). Le rendement annuel moyen était de 3% / an.
- 1924 – 1949 : marché fortement haussier jusqu'à l'écroulement de 1929. La Grande Dépression a eu des effets dévastateurs. Le marché a été ensuite caractérisé par des

fluctuations irrégulières jusqu'en 1949. Le rendement annuel moyen était de 1,5% / an.

- 1950 – 1968 : La performance moyenne du Dow de 1949 à 1969 a été de 11% par an (hors dividendes qui étaient d'environ de 3,5% par an). Les deux récessions importantes de 1956-1957 et 1961-1962 n'ont pas beaucoup freiné la dynamique puisqu'elles étaient de courte durée et suivies de reprises fulgurantes.

Cette hausse continue et flamboyante qui dura près de 20 ans a été rappelée à la dure réalité par l'effondrement de 1968 à 1970 (baisse de plus de 37 % pour le Dow et de 36% pour le S&P).

Pour B. Graham, plusieurs statistiques peuvent constituer un bon moyen d'évaluer le niveau d'enthousiasme ou de dépression que traverse le marché, dont notamment : **le taux de rendement annuel moyen et la moyenne des PER** (*Price Earning Ratio : ratio cours / bénéfices*).

En 1949, le PER moyen s'établissait à 6,3 pour le S&P 500. En 1961, il était de près de 23. Un tel écart doit forcément alerter *l'investisseur intelligent* sur l'état du marché et le niveau de **risque de correction** que pourrait connaître le marché à l'avenir.

Note MasterBourse : *le taux de rendement moyen équivaut à l'inverse du PER :*

$$\text{Taux de rendement} = 1 / \text{PER}$$

*Exemple : Pour une société dont le PER est égal à 8, le taux de rendement attendu par rapport à un bénéfice stable dans le temps serait égal à **12,5% par an.***

CHAPITRE 4

INVESTISSEUR PASSIF : STRATEGIE ET CONSTRUCTION DU PORTEFEUILLE

La théorie financière la plus répandue stipule que le rendement attendu par un investisseur se définit en fonction du niveau de risque qu'il serait prêt à prendre.

Cette théorie suppose que **le rendement réalisé** est proportionnel **au risque.**

Pour B. Graham, **le risque** est en très grande partie, **fonction de l'effort et du travail d'analyse qu'est prêt à employer l'investisseur.**

Plus grands seront ses efforts d'analyse, plus grands seront les rendements de l'investisseur.

C'est en grande partie pour cette raison, qu'il définit deux catégories d'investisseurs : les investisseurs passifs (défensifs) et les investisseurs actifs (entrepreneurs). Dans ce chapitre, B. Graham s'attarde sur **les investisseurs passifs.**

L'investisseur passif est selon B. Graham, un investisseur dont les principaux objectifs sont de i) sécuriser le capital et ii) minimiser les efforts liés à sa gestion.

Pour atteindre ces objectifs, les investisseurs passifs doivent opter pour une répartition du capital équilibrée entre les différents actifs financiers. B. Graham recommande **une répartition de 50 / 50** entre les obligations et les actions de grande qualité. Cette répartition peut temporairement dépasser les 50% sur une des deux catégories en fonction de la situation, mais elle ne doit, selon lui, jamais dépasser les 75%.

Si l'investisseur estime que le marché est beaucoup trop euphorique, il peut réduire la part des actions à 25% et inversement, s'il estime que les actions sont bien trop bradées par rapport à leur valeur réelle, il peut l'augmenter à 75%.

« Ces belles règles sont plus simples à énoncer qu'à respecter, car elles vont à contre-courant de la nature humaine, qui est à l'origine des excès boursiers ».

L'investisseur passif doit se forcer à avoir **la rigueur** et **la discipline** nécessaire pour respecter ces règles.

Pour le choix des obligations qui composeront une partie du portefeuille, B. Graham nous recommande de nous pencher sur i) le revenu généré par l'obligation : est-il imposable ou non ? et ii) la maturité de l'obligation : quelle maturité doit-on privilégier ? La réponse à ces questions dépend **du profil** de chacun et **des attentes** en termes d'évolution des **taux d'intérêt**.

CHAPITRE 5

INVESTISSEUR PASSIF : LES ACTIONS

B. Graham recommande à tous les investisseurs, quel que soit leur profil, d'avoir un minimum d'actions dans leurs portefeuilles. Il justifie sa recommandation par les deux raisons suivantes :

- i) les actions résistent généralement mieux à l'inflation que les obligations ;
- ii) les actions sont généralement plus rentables que les obligations **sur le long terme.**

Cette rentabilité supérieure sur le long terme s'explique par les distributions de dividendes et la tendance haussière des cours sur le long terme (du fait des bénéfices réinvestis qui généreront à leur tour, du rendement).

Un investisseur, même passif, a donc tout intérêt à détenir une certaine proportion d'actions. Mais, au vu de son profil, il devra opter pour les actions d'entreprises aux caractéristiques très particulières :

1- Solidité bilancielle : choisir uniquement des entreprises, bien établies et ayant une situation bilancielle saine (endettement limité) ;

2 – Rentabilité : choisir uniquement des entreprises rentables, qui distribuent des dividendes importants de manière continue sur un cycle économique complet ;

3 - Prix : choisir uniquement des entreprises dont le PER sur la dernière année ne dépasse pas les 20, et dont le PER sur la moyenne des 10 dernières années ne dépasse pas les 25 ;

4 – Diversification : veiller à ce que les choix d'actions constituent, au final, un portefeuille raisonnablement diversifié (entre 10 et 30 valeurs maximum selon B. Graham).

Ces caractéristiques peuvent paraître particulièrement contraignantes, puisqu'elles éliminent *de facto* toutes les valeurs de « croissance ». Ce type d'investissement remplit en effet, très rarement, l'intégralité des critères mentionnés ci-dessus.

B. Graham estime que ce type d'investissement n'est pas adapté au profil d'un investisseur passif car il exige une surveillance agressive de chaque position.

Il recommande aux investisseurs passifs d'établir, au minimum, une revue annuelle sur leurs positions avec un conseiller d'une institution financière respectable. Il est également nécessaire de présenter à ce conseiller, en amont, les 4 caractéristiques précédemment décrites, afin de faire un point d'étape pour rééquilibrer, le cas échéant, le portefeuille.

Il recommande également à cette catégorie d'investisseurs de **moyenner leurs achats**. Il s'agit d'investir graduellement chaque mois, dans les actions des mêmes entreprises, afin de lisser le point d'entrée et d'éviter de surpayer en une fois, les actions choisies.

CHAPITRE 6

INVESTISSEUR ACTIF : CE QU'IL NE DOIT PAS FAIRE

Pour un investisseur actif, les types d'actifs financiers et les possibilités en termes de combinaisons sont si nombreuses que B. Graham préfère présenter dans un premier temps, ce que ce type d'investisseur **ne devrait pas faire**.

Il présente une première liste de titres qui sont, selon lui, à éviter :

1- Les obligations de qualité inférieure : C'est ainsi que B. Graham appellent les obligations que certains appellent « à haut rendement » (ou encore : « junk bonds »). Il recommande à ses lecteurs, d'éviter d'opter pour ces obligations de « deuxième catégorie ». L'adéquation entre leur risque intrinsèque et leur potentiel de rendement n'est pas forcément respectée. La seule condition qui rendrait ce type de titres potentiellement intéressant surgit lorsque leur prix est largement décoté (70% de la parité pour celles à coupon élevé et un prix largement plus bas pour celles à coupon faible).

2 – Les obligations souveraines étrangères : B. Graham déconseille d'investir dans des obligations souveraines étrangères, surtout celles que l'on peut considérer comme étant « exotiques ». Beaucoup trop d'écroulements ont été observés dans le passé... B. Graham cite notamment les exemples de Cuba (cessation du versement du coupon en 1963), du Congo Belge (*aujourd'hui République Démocratique du Congo*), ou encore de la Grèce qui connaissent une forte volatilité au fil des années, ou pire, un écroulement brusque et soudain.

3 – Les introductions en Bourse : Les risques d'erreurs sont bien plus élevés que les chances de succès lors d'une introduction en Bourse. B. Graham explique cette réalité par plusieurs arguments :

- Il est d'abord, compliqué de construire une analyse complète et d'émettre une opinion fiable sur une entreprise encore naissante.
- Le timing est ensuite forcément mauvais : tout est étudié pour optimiser les conditions pour **l'émetteur** ! Un effort considérable est effectué en termes de communication pour

présenter la société (ou plutôt le projet !) **sous son meilleur jour**. Le timing choisi est généralement celui qui regroupe un maximum de conditions favorables pour l'émetteur et par conséquent, défavorables pour l'acquéreur.

« L'investisseur intelligent doit absolument résister aux sirènes de la Bourse pendant les marchés haussiers [...]. Il vaut mieux rester à l'écart. Les courtiers se feront toujours un plaisir de vous rappeler le magnifique parcours de certains titres lors de leur introduction en Bourse. Tout cela fait partie de l'ambiance spéculative des périodes d'euphorie ».

CHAPITRE 7

INVESTISSEUR ACTIF : LES STRATEGIES A ADOPTER

B. Graham qualifie de « actif », tout investisseur qui sera prêt à consacrer beaucoup de temps et d'efforts pour parvenir à obtenir un rendement supérieur à celui du marché.

Pour aider ces investisseurs actifs à atteindre leurs objectifs, il énonce quelques stratégies qu'il conseille d'adopter :

1- Investir dans des valeurs de croissance (*uniquement si leur prix est raisonnable !*) : Les valeurs de croissance sont généralement des sociétés dont l'activité et les bénéfices dégagés devraient croître à l'avenir. Il paraît évident que l'ensemble des investisseurs du monde entier cherche en priorité, ce type d'investissement. C'est pourquoi elles sont particulièrement risquées selon B. Graham.

Les entreprises présentant de bons résultats et de bonnes perspectives attirent déjà tous les projecteurs. Le marché les valorise souvent, à **des prix élevés qui intègrent déjà, ce potentiel de croissance...** Il s'agit là du premier risque : payer un prix beaucoup trop élevé.

Un second risque réside dans le fait que toute la thèse d'investissement est construite sur des perspectives non encore confirmées. Tout le monde peut se tromper sur ces anticipations et **toutes les attentes peuvent être au final, infirmées par une réalité économique toute autre.** C'est pour l'ensemble de ces raisons que B. Graham recommande à ses lecteurs d'être extrêmement prudents face à ce type de valeur. Il recommande d'envisager uniquement les titres dont le PER, sur les 12 derniers mois, est inférieur à 20.

2 – Investir dans les grandes entreprises délaissées : Le marché a tendance à privilégier les entreprises qui réalisent de bonnes performances et qui sont à la mode. Il a également tendance à délaissier des entreprises bien établies qui traversent temporairement quelques difficultés. Ce type d'entreprises peut constituer un investissement intéressant selon B. Graham. Elles présentent selon lui un double avantage :

- i) Elles ont des ressources financières et humaines robustes qui devraient leur permettre de rebondir ;
- ii) Le marché réagit assez rapidement à un retournement de leur situation lorsqu'elles dégagent de nouveau, de bonnes performances financières.

Pour parvenir à distinguer les bonnes affaires des mauvaises, il est évidemment nécessaire de réaliser des analyses quantitatives et qualitatives rigoureuses pour s'assurer de la capacité de ces entreprises à réussir leur rebond.

3 – Investir dans de « bonnes affaires » : Il s'agit sans doute de la stratégie que préfère B. Graham. Son essence est semblable à celle décrite au point deux, mais elle ne se cantonne pas aux seules entreprises de grande taille. Son principe est simple : **investir dans des titres dont la valeur intrinsèque est significativement supérieure, au prix que propose le marché (le cours de Bourse).**

Son facteur clé de succès réside dans la qualité de l'évaluation financière de la valeur intrinsèque. Cette évaluation est généralement la conséquence de :

- i) l'évaluation de la capacité bénéficiaire de l'entreprise ; et/ou
- ii) l'évaluation de la valeur réelle de l'actif net.

L'existence de cette stratégie résulte d'un constat que confirme toute l'histoire boursière : le marché n'est pas systématiquement efficient. Il a tendance à amplifier les conséquences de certains faits : « **La Bourse fait souvent une montagne d'un rien et transforme un petit ennui en grand drame** ». L'*investisseur intelligent* doit profiter de ces biais.

4 – Investir dans des « situations spéciales » : B. Graham qualifie de « spéciales » deux types de situations qui peuvent s'avérer être intéressantes pour un investisseur avisé et entreprenant.

La première réside dans les fusions-acquisitions.

Certaines grandes entreprises pour diversifier leur portefeuille d'activités ou pour agrandir leur activité de base, peuvent opter pour le rachat d'entreprises de taille inférieure. Ces rachats sont généralement effectués à des prix supérieurs au cours de Bourse des sociétés ciblées. B. Graham conseille de se positionner au capital des entreprises **pouvant constituer des cibles intéressantes pour**

un potentiel acquéreur. L'investisseur profitera ainsi d'une belle plus-value si ce type d'opération se réalise.

Le second type de « situation spéciale » défini par B. Graham sont les redressements judiciaires. Pour les investisseurs actifs les plus avisés, ils peuvent constituer de belles opportunités.

Le marché a selon lui, tendance à trop impacter le cours des sociétés qui se retrouvent dans ce type de situation. Un vieux dicton de Wall Street l'illustre parfaitement : « *ne jamais acheter un procès* ».

La réaction du marché pour ce type de société est parfois excessivement violente par rapport à leur réalité économique. Si un investisseur parvient à identifier **un décalage entre la valeur réelle (fruit d'une évaluation rigoureuse et précise) et celle que propose le marché**, ce type d'investissement peut s'avérer être extrêmement profitable. Mais attention : exploiter ce type d'opportunité « spéciale » est un véritable métier qui nécessite des compétences importantes et un tempérament particulier.

CHAPITRE 8

COMMENT REAGIR FACE AUX MOUVEMENTS DU MARCHÉ

Tout intervenant sur les marchés financiers doit être conscient du caractère **volatile** des titres. L'investisseur doit se préparer à ces fluctuations aussi bien financièrement que psychologiquement.

La réaction adoptée face aux différentes fluctuations du marché constitue la principale caractéristique qui distinguera les investisseurs des spéculateurs. Le spéculateur tentera d'anticiper ces mouvements, l'investisseur quant à lui, **ne s'intéressera qu'aux valeurs dont le prix est raisonnable.**

Il existe selon B. Graham deux approches face à ce phénomène de fluctuation des cours :

- L'approche privilégiant le « **timing** » : décisions prises en fonction de l'anticipation de l'évolution du marché : acheter lorsque nous anticipons une hausse prochaine, vendre lorsque nous anticipons une future baisse. Essayer d'anticiper la fluctuation future du marché est la caractéristique principale d'un spéculateur.
- L'approche privilégiant le « **pricing** » : décisions prises en fonction de la valeur de l'entreprise : acheter lorsque la valeur intrinsèque est supérieure au prix et vendre lorsque celle-ci est rattrapée par le prix.

C'est du « pricing » que l'investisseur intelligent peut tirer profit selon B. Graham. L'approche basée sur le « timing » est, selon lui, de la spéculation pure et dure.

L'évaluation de la valeur intrinsèque constitue donc, la pierre angulaire du raisonnement et de la méthodologie privilégiée par B. Graham.

Même si l'*investisseur intelligent* doit orienter sa stratégie sur le « pricing » de chaque valeur, il est tout de même important pour lui d'apprendre à identifier les signes qui lui permettront de reconnaître i) un marché excessivement haussier durant lequel il devra solder

ses positions et privilégier d'autres types d'investissements comme les obligations, et ii) un marché excessivement déprimé qui serait l'occasion de réaliser de bons achats.

B. Graham donne un certain nombre de caractéristiques communes à tous les marchés qui se sont avérés être trop élevés : *nombreux plus hauts historiques, des PER très élevés, des rendements de dividendes faibles, de nombreuses introductions en bourse de piètre qualité...* **Observer ce type de phénomène doit alerter l'investisseur intelligent.** Il allégera ses positions en actions (pour renforcer celles en obligations) et réalisera l'inverse dans un marché baissier.

En adoptant ces bons réflexes, *l'investisseur intelligent* ira à **contre-courant de la foule**. C'est ainsi qu'il parviendra à battre le marché. Même si la correcte identification du cycle est importante, elle ne doit constituer qu'une étape du processus d'évaluation. Le principal point d'analyse, doit rester au niveau de la valeur intrinsèque de chaque entreprise. Il faut toujours être sélectif, quelle que soit la situation.

B. Graham nous conseille au final, d'adopter une posture d'actionnaire d'une société non-cotée et d'imaginer que nous avons un associé qui s'appelle « **Monsieur le Marché** ».

« Monsieur le Marché » est un type très obligeant. Il nous dit tous les jours ce que vaut, à son avis, notre participation. Qui plus est, il se propose de nous acheter tout ou une partie de notre participation à ce prix... **Plus ce gars sera maniaco-dépressif et meilleures seront les opportunités d'achat. Plus ce gars sera excessivement euphorique et meilleures seront les opportunités de vente.**

Les deux paramètres qui nous permettront d'évaluer l'intérêt de la proposition de « M. Le Marché », seront :

- i) **le prix** qu'il propose ; et
- ii) **la valeur réelle** de notre entreprise, que nous estimons sur la base de faits liés à l'assise financière, aux performances opérationnelles, à la qualité de ses dirigeants et à ses perspectives.

CHAPITRE 9

LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT

B. Graham étudie dans ce chapitre la performance générale des fonds d'investissement. La question qui l'anime étant liée aux **investisseurs passifs** : serait-ce un bon investissement pour ce type d'investisseur ?

Par de nombreuses observations et statistiques historiques sur les fonds d'investissement de son époque, B. Graham arrive à la conclusion que la majorité des fonds dégage au final, une performance inférieure à celle du marché en général. Ce constat s'explique entre autres par le fait que les gérants ont un nombre extrêmement important de capitaux à gérer et que par conséquent, leurs portefeuilles sont difficilement différenciables par rapport à un indice élargi tel que le S&P 500. A tout cela se rajoutent les frais de gestion prélevés...

B. Graham opère également une comparaison entre les fonds ouverts (ceux pour lesquels les souscripteurs peuvent entrer et sortir sur base d'une valeur liquidative précise) et les fonds fermés (ceux pour lesquels les souscripteurs ne peuvent sortir qu'à la fin de vie du fonds). Il arrive à la conclusion qu'il est plus intéressant d'opter pour des fonds fermés, car leur prix réel est en moyenne inférieur de 10 à 15%.

De manière générale et sur la base des observations effectuées par B. Graham à son époque, les fonds communs de placement ne constituent pas une cible intéressante. *L'investisseur intelligent*, s'il tient à investir dans ce type de structure, **doit les sélectionner avec le plus grand soin.**

CHAPITRE 10

LES CONSEILS FINANCIERS

Les conseils financiers peuvent émaner d'une multitude d'acteurs extrêmement variée : les parents ou amis, les conseillers financiers travaillant dans une banque, les courtiers, les médias spécialisés, les conseillers en gestion de patrimoine, etc. Chacune de ces sources de « conseils » est animée par des intérêts différents et qui lui sont propres. L'investisseur devra s'assurer de

- i) l'intégrité de la source ;**
- ii) de sa compétence ;**
- iii) de la convergence entre les intérêts du conseiller et des siens.**

Les conseillers professionnels travaillant dans des banques (ou autres institutions) réputées et qui prélèvent des honoraires importants, auront pour premier objectif, de sécuriser au maximum le capital investi. C'est pourquoi ils optent généralement pour des **valeurs classiques** et adoptent une approche très prudente. Ils offrent au final, ce qu'un investisseur passif est en droit d'attendre d'un conseiller financier professionnel et compétent.

Les médias et autres services d'information financière présentent un service différent. Beaucoup d'entre eux étalent des recommandations basées en grande partie sur de l'analyse technique. Ils font, selon B. Graham, des prévisions de marché parfois bonnes, parfois mauvaises. Mais leur principale force réside dans « *la rhétorique prophétique pour avoir toujours raison, quel que soit le scénario* ». B. Graham recommande à ses lecteurs de ne pas suivre aveuglément les recommandations de ce type de services d'information financière. Il souligne néanmoins le fait que ce genre de structure offre tout de même une bonne base de suivi ou de découverte de nouvelles suggestions **qui doivent être par la suite, analysées rigoureusement.**

Les courtiers présentent parfois à la demande de leurs clients, certains conseils. Ce n'est pourtant pas leur rôle réel. Celui-ci est d'exécuter les ordres d'achat ou de vente en contrepartie d'une commission. Plus grands seront les volumes, plus grandes seront les commissions perçues. Cet intérêt va naturellement biaiser leur vision des choses et leurs conseils ne seront donc pas réellement

intéressants (voire dans quelques cas, néfastes). Il est néanmoins possible d'écouter les conseils d'un analyste de la maison de courtage avec laquelle nous travaillons, si nous nous sommes assurés en amont de son orientation vers les principes de l'investissement dans la valeur.

B. Graham avertit également ses lecteurs sur les conseils que peuvent prodiguer des parents ou proches : « **Les mauvais conseils sont souvent prodigués gratuitement !** »

CHAPITRE 11

QUELQUES BASES DE L'ANALYSE FINANCIERE

Pour l'*investisseur intelligent*, l'analyse financière constitue l'élément clé qui le guidera dans son évaluation de la valeur intrinsèque et par conséquent, dans ses décisions d'investissement ou de cession.

L'analyse financière, pour être complète et pertinente, doit porter sur **le passé** de la valeur mobilière, **son présent** et **son avenir**. Elle doit identifier les atouts et faiblesses de l'entreprise concernée, souligner les opportunités et menaces de son marché, évaluer avec le plus de précision possible les bénéfices futurs, s'intéresser à la position concurrentielle qu'occupe l'entreprise au sein de son marché, etc. Il s'agit donc d'un travail qui demande **des efforts** et de **la rigueur**.

B. Graham souligne par ailleurs le fait que de nombreux analystes concentrent leur processus d'évaluation sur l'estimation des bénéfices futurs. Il s'agit pourtant de la zone qui regroupe le plus d'incertitudes. Calculer les bénéfices futurs se construit, forcément, sur une succession d'hypothèses. Si l'une d'entre elles s'avère être erronée, toutes les estimations s'écroulent. C'est pour cette raison que B. Graham privilégie **les méthodes factuelles** qui se basent sur **des faits observés**.

1 - Analyse d'une obligation d'entreprise : Le principal outil d'analyse est selon B. Graham, le ratio de couverture :

Ratio de couverture = Bénéfices / coût annuel des intérêts

L'objectif est de s'assurer que le coût annuel des intérêts est suffisamment couvert par le bénéfice de l'entreprise. Mais quelle période de référence choisir ? B. Graham privilégie l'utilisation des données moyennes sur les 7 derniers exercices. Une alternative à cette méthode serait de prendre en compte les données de la moins bonne des 7 dernières années (méthode encore plus conservatrice). L'interprétation du résultat du ratio dépend ensuite du secteur d'activité de l'entreprise. B. Graham délivre un certain nombre de benchmarks : **2,1 fois** pour un fournisseur d'énergie, **2,65 fois** pour les compagnies ferroviaires, **3,2 fois** pour les industrielles, et **2,65 fois** pour la grande distribution. Ces seuils ne sont donnés qu'à titre

indicatif. Plusieurs autres paramètres doivent être pris en compte :
i) la taille de l'entreprise, ii) le ratio de solvabilité (fonds propres / dettes financières) et iii) la valeur des immobilisations corporelles.

Ces analyses basées sur des données historiques devraient conférer à l'investisseur assez d'informations pour qu'il puisse prendre sereinement sa décision d'investissement.

« L'histoire financière montre que les obligations qui passent avec succès ces tests [...], sont capables de traverser sans encombre les tourments économiques ».

2 - Analyse d'une action ordinaire : L'objectif principal de l'analyste doit être de calculer **une valeur intrinsèque**. Celle-ci l'aidera dans son processus de décision lorsqu'il la comparera au prix proposé par le marché (son cours de Bourse). La construction d'une valeur intrinsèque suit toujours une même logique dans la majorité des méthodes d'évaluation. Elle résulte soit d'une approche bilancielle qui compare la valeur réelle des actifs aux dettes, soit d'une approche bénéficiaire. Dans cette dernière approche, la valeur intrinsèque résulte du produit entre un bénéfice annuel de référence et un multiple estimé (le PER approprié) :

Valeur intrinsèque = Bénéfice annuel de référence x Multiple de capitalisation

- **Estimation du bénéfice annuel de référence :** B. Graham recommande à ses lecteurs d'estimer ce bénéfice sur la base des données historiques observables et d'éviter à ce stade d'appliquer une quelconque croissance estimée.
- **Estimation du multiple de capitalisation des bénéfices :** il doit cristalliser une multitude de facteurs, c'est pourquoi il est difficile à estimer. B. Graham en présente un certain nombre :
 - **Les perspectives à long terme :** l'analyse qualitative a une importance cruciale sur ce point. Les perspectives dépendent du secteur, de la position concurrentielle occupée par l'entreprise, de la croissance passée observée.
 - **La qualité des dirigeants :** ce facteur est généralement pleinement intégré au cours. Selon B.

Graham, ce critère n'a de sens d'être analysé que lorsqu'il y a un changement au sein de la gouvernance de l'entreprise.

- **La solidité de la structure financière :** l'analyse de ce critère est un jeu d'équilibriste. Il faut à la fois s'assurer que l'entreprise dispose d'une situation de cash saine (pas de risque d'insolvabilité), tout en usant suffisamment des leviers qu'offre l'endettement.
- **L'historique de versement du dividende :** un historique de versement de dividendes continu sur une très longue période est un excellent indicateur pour juger la qualité d'un titre. Comme évoqué dans les précédents chapitres, il peut constituer un argument suffisant pour un investisseur passif.
- **Le taux de distribution des bénéfices :** *ce point est développé dans le chapitre 19.*
- **Estimation du multiple de capitalisation des bénéfices pour les valeurs de croissance :** en plus des analyses des critères précédents, B. Graham suggère une formule de calcul relativement conservatrice pour l'estimation de la valeur intrinsèque d'une action de croissance :

Valeur intrinsèque = Bénéfice annuel de référence x (8,5+ 2 x le taux de croissance annuel estimé)

Le taux de croissance estimé est le taux moyen estimé sur les 7 à 10 prochaines années. B. Graham recommande d'être particulièrement conservateur dans l'estimation de ce taux.

CHAPITRE 12

LES BENEFICES PAR ACTION : LES POINTS D'ATTENTION

Dans nos analyses, l'un des ratios qui mérite une attention particulière selon B. Graham, est le bénéfice par action. Sa formule est d'apparence extrêmement simple, mais son calcul est en réalité relativement complexe :

$$\text{Bénéfice par action} = \text{Bénéfice} / \text{nombre total d'actions}$$

B. Graham explique que chaque composante de cette équation mérite une attention particulière pour qu'elle corresponde le plus fidèlement possible à la réalité économique :

- **Le nombre total d'actions** : quel est le nombre d'actions que doit prendre en compte l'investisseur dans son analyse ? Pour avoir une vision réelle de la situation, l'investisseur doit faire attention à l'effet dilutif. Si l'entreprise a émis des obligations convertibles et des stock-options, *l'investisseur intelligent* doit intégrer l'exhaustivité de ces éléments pour calculer sur une base capitalistique totalement diluée ou en anglais : « fully diluted ». Prendre en compte la totalité du nombre d'actions qui seraient en circulation si toutes les options en circulation étaient exercées, permet à l'investisseur d'avoir une image fidèle de la situation et d'éviter un biais qui pourrait lui coûter très cher.

Note MasterBourse : aujourd'hui la législation a évolué dans le bon sens. Les entreprises se doivent désormais de communiquer le bénéfice net par action en vision « diluée » (« BPA diluée » dans les rapports annuels). La remarque de Graham demeure pertinente : il faut considérer les « BPA dilués » et non pas les BPA « standards »).

- **Le bénéfice** : lorsque les entreprises annoncent leur bénéfice par action dans leurs rapports annuels, il faut faire attention aux potentiels astérisques ou autres mentions dans les annexes, qui pourraient indiquer un retraitement totalement arbitraire pour présenter l'information sous un angle

particulièrement optimiste ou pessimiste (en fonction de la volonté de la direction et de la situation du moment).

Certaines entreprises usent en effet, de retraitements comptables pour « maquiller » les résultats. Il existe en effet certains leviers comptables, qui, selon l'interprétation que l'on en fait, peuvent être utilisés comme « jeu de chiffres » afin de modifier la donne. Les provisions pour risques et charges peuvent par exemple être excessivement utilisées sur un exercice particulièrement abondant, pour le « rééquilibrer » et se donner un levier avec les reprises de provision, lorsque l'entreprise traversera des exercices de vaches maigres.

Autre levier parfois utilisé, le retraitement de certains éléments que l'entreprise considère comme étant « exceptionnels ». L'élimination des charges dites exceptionnelles doit faire l'objet d'une attention particulière. Exemple : Pour une entreprise tentaculaire qui cède et restructure tous les ans nombre de ses filiales, considérer les coûts relatifs à ces opérations comme une charge exceptionnelle peut être extrêmement trompeur. Leur récurrence est pourtant souvent avérée. Ne serait-ce donc pas, dans ce cas, une charge régulière qui devrait être pleinement prise en compte dans les analyses de l'investisseur ?

B. Graham recommande à ses lecteurs de faire attention à ces petits jeux comptables. Leurs conséquences peuvent être très lourdes. Il préconise de calculer **la moyenne des bénéfices** sur une période de temps assez longue (en général 7 à 10 ans - **cycle économique complet**).

En conclusion, tout analyste du bénéfice net par action doit faire attention aux points suivants :

- **Les provisions ;**
 - **La méthode d'amortissement ;**
 - **Les effets liés aux économies d'impôts ;**
 - **Les effets dilutifs des stock-options et autres obligations convertibles.**
- **Une solution relativement simple pour pallier à ces problèmes, est de retenir la moyenne des bénéfices nets sur les 7 dernières années (au minimum).**

CHAPITRE 13

COMPARAISON DE 4 SOCIETES COTEES

B. Graham présente dans ce chapitre la comparaison entre 4 entreprises cotées : Eltra, Emerson Electric, Emery Air Freight et Emhart. Il ne cherche pas à faire de prédiction sur les performances à venir de ces entreprises, mais il profite de cette comparaison pour présenter à ces lecteurs, les principaux thèmes sur lesquels ils devraient, de manière générale, axer leurs analyses :

- **La rentabilité** : il s'agit du premier thème à analyser. B. Graham concentre son analyse sur deux indicateurs. Le premier est l'évolution du **ROE (Return On Equity)**, ratio de la rentabilité des fonds propres. Un ROE élevé va souvent de pair avec une croissance importante des bénéfices par action. Le second indicateur est **la marge nette**. Il s'agit pour B. Graham d'un excellent indicateur de la solidité relative de l'entreprise. L'analyse comparative de son évolution par rapport aux autres acteurs du secteur et du marché en général peut être riche en informations.
- **La stabilité** : Pour juger de la stabilité de la performance d'une entreprise, B. Graham analyse les variations du bénéfice net par action et les compare à l'évolution observée sur l'indice dans sa globalité.
- **La croissance** : pour juger la qualité de la croissance, B. Graham analyse le taux de croissance des bénéfices par actions sur un horizon de temps relativement élevé (7 à 10 ans).
- **La situation financière** : Pour évaluer la situation financière, B. Graham analyse le ratio de liquidité générale (actif circulant / passif circulant) et l'endettement financier à long terme.
- **Le dividende** : « *ce qui compte vraiment, c'est de constater un versement ininterrompu du dividende* ».
- **Le cours de bourse** : B. Graham axe son analyse sur l'évolution du PER par rapport à l'ensemble des thèmes précédents.

CHAPITRE 14

SELECTION D' ACTIONS POUR UN INVESTISSEUR PASSIF

Comme évoqué dans les précédents chapitres, la stratégie que devrait privilégier un investisseur passif est, selon B. Graham, celle qui lui permettra d'assurer son capital investi tout en profitant d'un rendement convenable.

Pour ce faire, B. Graham suggère à ce type d'investisseurs de constituer un portefeuille composé d'obligations de première catégorie (peu risquées) et de quelques actions d'entreprises bien établies et ayant fait leurs preuves.

Pour aider ses lecteurs souhaitant adopter une approche passive, B. Graham déroule **7 critères** de sélection d'actions qui devraient leur permettre de faire les bons choix :

1 – Une taille adéquate : rester à l'écart des entreprises de petite taille. C'est le premier conseil de B. Graham. Elles concentrent beaucoup trop de risques et elles nécessitent d'avoir une approche active inadaptée au type d'investisseurs concerné.

2 – Une solidité financière avérée : l'actif circulant devrait représenter a minima, le double du passif circulant. Les dettes financières de long terme ne devraient pas représenter un montant supérieur au fonds de roulement net.

3 – Une rentabilité pérenne : l'entreprise doit avoir dégagé un résultat net positif sur les dix dernières années (cycle économique complet).

4 – Des dividendes versés de manière ininterrompue : l'entreprise doit avoir versé des dividendes continuellement depuis les 20 dernières années.

5 – Un bénéfice net par action en croissance : sur une échelle de 10 exercices, la moyenne des bénéfices par action des 3 derniers exercices doit être supérieure d'au moins un tiers par rapport à celle des 3 premiers exercices.

6 – Un PER moyen : le ratio bénéfice / cours doit être inférieur à 15. Le bénéfice pris en numérateur du ratio doit être une moyenne des bénéfices réalisés sur les 3 dernières années.

7 – Un Price to Book Ratio (PBR) modéré : pour rappel, le PBR est le rapport entre la capitalisation boursière et la valeur nette comptable des fonds propres. Le résultat du ratio doit être inférieur à 1,5. B. Graham souligne néanmoins qu'un PER faible peut nous conduire à « accepter » un PBR plus important et inversement. Il lie ainsi les deux en une formule pour donner un repère simple à retenir : le produit du PBR et du PER ne doit pas dépasser les 22,5.

L'investisseur passif (défensif) devra choisir parmi les actions qui répondront à l'intégralité de ces critères et composer un portefeuille qualitativement diversifié.

CHAPITRE 15

SELECTION D' ACTIONS POUR UN INVESTISSEUR ACTIF

Comme évoqué dans le précédent chapitre, l'investisseur passif va fonctionner par « exclusion » parmi les entreprises de taille importante pour in fine, constituer un portefeuille diversifié. L'investisseur actif devrait adopter une posture différente. Les méthodes et outils que présente B. Graham dans ce chapitre devraient lui permettre de sélectionner les bonnes actions pour atteindre l'objectif ultime de tout investisseur actif : battre le marché.

Sélectionner les meilleures valeurs pour battre le marché est plus simple à dire qu'à faire... Surperformer le marché est en effet un exercice extrêmement complexe. La multiplication des analystes qui suivent les différentes valeurs, diminue les possibilités de rencontrer les cas d'écart significatifs entre la valeur intrinsèque et le prix.

Des milliers d'experts décortiquent quotidiennement tous les potentiels gisements de valeur. Cependant, les acteurs qui « drivent » les marchés restent des institutionnels dont le comportement est naturellement biaisé. Des pans entiers du marché demeurent négligés par ces acteurs et l'*investisseur intelligent* peut profiter de ces négligences pour tirer profit de titres sous-évalués.

Pour réussir, l'*investisseur intelligent* doit donc compter sur « **des méthodes qui sont à la fois robustes et peu utilisées** ». Cela peut paraître difficile, mais B. Graham a construit l'intégralité de sa carrière et de sa réputation grâce à ces méthodologies.

Pour donner des exemples concrets des méthodologies pouvant être utilisées par les investisseurs actifs et qui ont déjà fait leurs preuves, B. Graham liste les types d'opérations dans lesquels le fonds Graham-Newman a été engagé pendant son existence de 1926 à 1956 :

1- Les opérations d'arbitrage : ces opérations consistent à acheter et à vendre simultanément plusieurs titres qui peuvent être échangés contre des actions dans le cadre d'une réorganisation, d'une fusion, ou autres événements similaires.

2- Les opérations de liquidations : ces opérations consistent à acheter des actions d'entreprises en liquidation judiciaire dont le cours est inférieur à la valeur réelle liquidative estimée.

3- Les opérations d'achat de titres sous-évalués : il s'agit de la célèbre **approche net-net**. B. Graham achetait les titres d'entreprises qui s'échangeaient en dessous de leur valeur d'actifs courants retranchée de toutes les dettes.

Pour B. Graham, l'utilisation de ces méthodes ne pourra être envisagée que par les investisseurs actifs avisés. Il s'agit en effet de méthodes professionnelles qui nécessitent des connaissances approfondies et une maîtrise parfaite des subtilités de la finance.

Pour les autres, il recommande l'utilisation des mêmes critères de sélections que celles décrites pour les investisseurs passifs tout en étant moins stricts sur ces critères.

Leurs connaissances étant forcément plus conséquentes que celles des investisseurs passifs, ils pourront user de **leur jugement** pour accepter quelques points négatifs (au sens des 7 critères établis) lorsque les autres sont largement positifs.

En revanche, un excès d'enthousiasme ne doit en aucun cas, les faire acheter une action trop chère par rapport à sa valeur intrinsèque réelle.

CHAPITRE 16

LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES ET LES BSA (BONS DE SOUSCRIPTIONS D' ACTIONS)

Les obligations convertibles sont des obligations qui peuvent être transformées en actions. Elles ont généralement un taux d'intérêts inférieur à celui des obligations ordinaires. Elles peuvent cependant être transformées en action sur la base d'un cours préalablement défini. L'acheteur de ce type d'obligations accepte donc une rémunération plus faible, en contrepartie d'une possibilité de conversion en action qui devient intéressante si le cours augmente (*s'il a été défini par exemple que le cours de conversion de l'obligation est de 100 €, mais que le cours de l'action atteint 120€, en transformant ses obligations, l'acheteur de l'obligation convertible obtiendra une plus-value de 20€*).

Les obligations convertibles ont donc cette fâcheuse tendance à donner l'impression aux deux parties concernées (l'acheteur et l'émetteur) de tirer profit des avantages qu'elles offrent. L'acheteur se positionne sur un titre moins risqué qu'une action ordinaire ; l'émetteur emprunte à taux bas et se donne la possibilité de refinancer sa dette à moindre coût.

Mais ces avantages partagés peuvent aussi devenir néfastes pour les deux parties.

Pour l'investisseur, il devra sacrifier au final soit la qualité, soit le rendement, soit les deux à la fois. Les obligations convertibles, dont l'objectif est de donner les avantages à la fois des actions et des obligations, ne peuvent pas, en réalité, offrir « le meilleur des deux mondes ».

Pour l'émetteur, ce type de titre ne présente pas non plus que des avantages. Certes l'émetteur payera moins d'intérêts que sur une obligation classique, mais une conversion risque de diluer les détenteurs d'actions ordinaires. Elle **réduirait** ainsi, parfois significativement, **la répartition des richesses créées**.

Comment réagir en fonction des différentes évolutions possibles ? Si le cours baisse, il paraît clair que l'option de conversion perd de son intérêt et si le cours augmente, la question qui se posera sera la

suivante : faut-il les convertir ? Solder sa position ? Ou attendre encore ?

Pour B. Graham, pour ne pas se laisser tourmenter par ce type de dilemme, la meilleure des stratégies est de liquider sa position lorsque l'on atteint une plus-value latente de 25% à 30%. Cela nous empêcherait de pécher par gourmandise sur un titre que l'on estimait initialement comme **étant relativement risqué** (sinon nous aurions directement investi en actions ordinaires).

La conclusion finale de B. Graham sur ce sujet, c'est que les obligations convertibles doivent être appréhendées de la même manière que tous les autres instruments financiers : **au cas par cas**, en fonction de la situation et de l'analyse que l'on fait du sous-jacent et de l'environnement.

Concernant les bons de souscriptions d'actions, B. Graham ne mâche pas ses mots : ils constituent pour lui « **un vol, une menace et un désastre potentiel pour les marchés [...] ils devraient être légalement interdits** ». Ils peuvent en effet diluer massivement les actionnaires et constituent ainsi un danger très sérieux.

CHAPITRE 17

4 CAS HISTORIQUES INSTRUCTIFS

B. Graham présente dans ce chapitre, quatre cas extrêmement instructifs. Ces cas sont édifiants, car ils illustrent parfaitement, les zones de danger dans lesquelles peuvent tomber les investisseurs, spéculateurs, ou tout autre professionnel de la finance. Ils prouvent également qu'en adoptant les méthodologies imaginées par B. Graham, tout *investisseur intelligent* aurait réussi à éviter ces pièges « mortels » !

1 – Penn Central & Co.

Penn Central & Co était la plus grande compagnie ferroviaire des Etats-Unis. Sa brusque banqueroute en 1970 avait ébranlé toute la communauté financière. Le cours de son action avait chuté brutalement de 86,6 \$ en 1968, à 5,50 \$ en 1970.

L'application des règles décrites dans cet ouvrage aurait pourtant permis à tout investisseur d'éviter cette catastrophe. B. Graham liste les évènements qui auraient dû alerter tout *investisseur intelligent* :

- Le ratio de couverture des charges financières par le résultat net s'établissait à 1,91 fois en 1967 et à 1,98 en 1968. Dans le Chapitre 11 de cet ouvrage, B. Graham suggère une limite de 2,65 fois pour les compagnies ferroviaires. Ces 2,65 à retenir comme borne maximale doivent être calculés après impôts. Or Penn Central & Co n'a pas payé d'impôts depuis 1956 ! Ces deux éléments auraient dû alerter toute personne intéressée par cette entreprise.
- Plusieurs titres obligataires servaient un rendement similaire à l'époque avec un risque nettement moins élevé.
- Le PER à fin 1968, s'élevait à 24. Dans le Chapitre 7 de cet ouvrage, B. Graham recommande d'investir uniquement dans des entreprises dont le PER moyen sur les 3 derniers exercices est inférieur à 20 (voire 15 selon les profils).
- En 1966, l'entreprise publiait un bénéfice par action de 6,80\$. Elle ne prenait pas en compte « une charge exceptionnelle »

à payer en 1971 qui représentait une somme de... 12\$ par action ! *Comment les « investisseurs » ont-ils pu passer à côté d'un si gros sujet ?!*

- La performance opérationnelle de Penn Central & Co était largement en deçà de ses concurrents directs de l'époque... Tout analyste aurait pu le constater s'il avait pris le temps de comparer les chiffres.

Tout *investisseur intelligent* se serait éloigné de Penn Central & Co en 1968...

Morale : « **Les analystes financiers feraient mieux de faire leur travail d'analyse, plutôt que d'étudier les mouvements du marché...** »

2 – Ling-Temco-Vought Inc.

Cette entreprise fait partie de ces sociétés dont l'ascension et l'effondrement ont été tout aussi fulgurants. 1967 et 1968 avaient été des années dorées, 1969 une année charnière (marquée par le début d'une campagne d'acquisitions abusives financées par de la dette) et 1970, fut l'année de l'effondrement total de l'entreprise.

En 1967, l'action avait atteint un plus haut historique de 169,50 \$, trois ans après, le cours sombra à 7,10 \$. Voici les quelques éléments qui auraient dû alerter tout *investisseur intelligent* :

- En 1967, le PER était de 30,39. (PER > 20, borne maximale fixée par Graham).
- Toujours à fin 1967, le ratio de solvabilité (capitaux propres / dettes) s'élevait à 1,2. Plus ce ratio diminue, plus grandes sont les parts de la dette par rapport aux fonds propres engagés. En 1969, le ratio était de 0,17...

Morale : « **Pourquoi les banques commerciales ont-elles pendant si longtemps continué à prêter à l'entreprise pour financer sa croissance ? [...] Si cette histoire peut servir de leçons aux banquiers, complices d'une croissance débridée, la raconter n'aura pas été inutile.** »

3 – NVF.

En 1968, NVF était une entreprise relativement saine avec une structure financière équilibrée.

Au début de l'année 1969, NVF entreprit une acquisition extrêmement lourde. Sa cible, Sharon Steel, pesait 7 fois son poids. Le petit poisson qu'elle était, voulait avaler une baleine !

Pour passer outre toutes les barrières naturellement bloquantes d'une telle opération, NVF avait contracté une dette tout simplement colossale...

En plus de cette dette, le management avait émis tout un tas de bulletins de souscriptions d'actions. Leurs conditions, qui apparaissent aujourd'hui comme intenable, avaient pourtant permis à l'entreprise à l'époque, de faire passer son offre d'achat. La dilution que cela impliquait et l'endettement extrêmement lourd qui avait été contracté était difficilement « dissimulable » !

Le management de NVF avait pourtant imaginé tout un tas de manipulations comptables pour minimiser les impacts de cette acquisition contre nature et pour maquiller une structure financière totalement déséquilibrée qui a conduit l'entreprise au désastre.

Morale : ***Un management intègre et compétent est un critère vital pour toute entreprise. Attention aux potentielles manipulations comptables.***

4 – AAA Entreprise.

En 1965, un jeune étudiant créa une entreprise spécialisée dans la commercialisation de mobil-homes. En 1969, il en fit une franchise. En parallèle, il créa une seconde entreprise de services dont le but était d'aider les clients à rédiger leurs déclarations fiscales. Il utilisa ses mobil-homes comme bureaux pour cette seconde entreprise.

En mars 1969, il parvint à introduire en Bourse sa société qu'il nomma AAA Entreprise (pour qu'elle puisse apparaître en tête de toutes les listes...).

L'introduction s'était réalisée à un prix unitaire de 13\$ par action. Le cours doubla rapidement pour atteindre les 28\$, soit une valorisation de 84 millions de dollars, pour une valeur comptable de 4,2 millions

de dollars et un bénéfice de 690 000 \$ (soit un PBR de plus de 20, pour rappel, la limite que préconise B. Graham est de 1,5...).

Un an plus tard, AAA Entreprise enregistra une perte de 4,36 millions de dollars. Tous les fonds propres furent consumés. L'action clôtura pourtant à un cours de 8,10\$... En 1971, AAA Entreprise fit faillite.

Morale : **les introductions en Bourse peuvent connaître des déboires. « Les spéculateurs sont incorrigibles. Ils ne savent pas compter. Ils sont prêts à acheter n'importe quoi, à n'importe quel prix, dès lors que le cours bouge ».**

CHAPITRE 18

8 ANALYSES COMPARATIVES

B. Graham compare dans ce chapitre, huit paires d'entreprises cotées afin d'illustrer les différences structurelles de chacune d'entre elles par rapport à l'autre. Il ne serait pas pertinent de résumer dans cette synthèse les détails de ces huit paires d'entreprises.

L'objectif, visé par Graham, étant d'aiguiser la capacité d'analyse de l'investisseur, nous vous présentons un résumé des quelques remarques saillantes que l'on doit garder en tête à la lecture de ces 8 cas :

- L'ensemble des critères mentionnés au *Chapitre 14 (les 7 critères de sélection d'actions pour un investisseur passif)*, devrait permettre aux investisseurs d'éviter de se retrouver dans une situation où ils auraient investi dans une action survalorisée ;
- Le niveau d'endettement d'une société, comparativement à une autre qui évolue dans le même secteur, est un point d'analyse majeur. Un retournement de situation économique peut conduire une entreprise très endettée à la catastrophe ;
- Lorsque vous êtes attirés par un secteur en particulier dont tous les acteurs qui le composent vous semblent surévalués, **abstenez-vous d'investir dans l'une de ces sociétés**. Attendre un retournement de situation qui conduirait à des valorisations plus saines est le choix le plus raisonnable.
- Wall Street privilégie généralement les perspectives à la comparaison Valeur vs. Prix. Mais lorsqu'une crise surgit, les actions dites de croissance, ont tendance à chuter beaucoup plus brutalement que celles qui étaient déjà « bradées » par le marché. Et celles qui étaient initialement bradées ont tendance à profiter plus fortement des effets de la reprise.

En conclusion, B. Graham recommande vivement à ses lecteurs de choisir uniquement les entreprises pour lesquelles on peut affirmer après une analyse minutieuse, que leur prix est « nettement » inférieur à leur valeur réelle. Il développera cette idée de « nettement » dans le dernier chapitre de cet ouvrage.

CHAPITRE 19

LA POLITIQUE DE DIVIDENDES

B. Graham est affligé d'observer une tendance, qui selon lui, est de plus en plus marquée : les actionnaires n'interviennent quasiment plus dans la gestion de leur entreprise. Les Assemblées Générales deviennent de plus en plus futiles et aseptisées...

Une pression des actionnaires sur le management d'une entreprise est pourtant extrêmement saine. Mais force est de constater qu'elle se perd au fil du temps. B. Graham invite tout actionnaire à prendre conscience qu'il est **le propriétaire d'une part de l'entreprise** et qu'il a donc le droit, voire le devoir, d'agir lorsqu'une situation lui semble douteuse.

La politique de distribution des dividendes est l'un de ces sujets sur lequel l'actionnaire doit porter la plus grande attention face aux choix opérés par le management. Certes, il peut paraître légitime de réinvestir les profits générés par l'entreprise pour financer la croissance de son activité à l'avenir, mais ces réinvestissements sont beaucoup trop souvent, dilapidés par le management selon B. Graham.

Beaucoup trop de cas d'acquisitions « discutables » ont été observés par le passé. Ces acquisitions externes censées apporter plus de valeurs pour les actionnaires, se sont finalement avérées être de réels boulets pour la santé financière de l'entreprise. C'est pourquoi il invite ses lecteurs s'ils sont actionnaires à :

1 - Exiger du management un taux de distribution du bénéfice élevé.

Ou,

2 – Exiger une preuve du management qui démontrerait clairement que les fonds réinvestis apporteront effectivement, une croissance conséquente des bénéfices à l'avenir.

B. Graham termine ce chapitre en nous expliquant une différence importante que tout actionnaire doit maîtriser : la différence entre la distribution d'un dividende en actions et le « split » d'actions.

Un « split » d'actions (ou division d'actions) a pour seul objectif de définir un nouveau nominal aux actions, pour permettre d'afficher

un cours moins élevé. Le but du « split » n'est pas de distribuer de la valeur, il n'en crée en réalité aucune. Il permet simplement de diviser le gâteau en un plus grand nombre de parts, mais sans l'agrandir.

Exemple : le capital d'une société est divisé en 5 000 actions de 100 € chacune. Un « split » d'actions reviendrait à diviser ces 5 000 actions de manière à obtenir un nouveau total de 50 000 actions de 10€. Un actionnaire qui détenait initialement 100 actions ($100 \times 100€ = 10\,000€$) détiendrait après le « split » 1 000 actions de 10 €, soit une valeur équivalente de ($1\,000 \times 10€ = 10\,000€$). Seul le nombre d'actions change, pas la valeur.

En revanche, une distribution de dividendes en action est un procédé tout à fait différent et qui est intéressant selon B. Graham. Il correspond à la distribution d'un bénéfice réel historique cumulé sous forme de réserves, en de nouvelles actions émises. Concrètement, ce procédé correspond à un flux de capital allant du compte « Réserves » au compte de « Capital social ». La richesse accumulée et **initialement détenue par l'entreprise est ainsi reversée à ses actionnaires et fiscalement intéressante pour ces derniers.**

CHAPITRE 20

LA MARGE DE SECURITE

Il s'agit du dernier chapitre de l'ouvrage. B. Graham l'a placé dans cette position car il s'agit pour lui, **du point le plus important de toute la méthodologie qu'il préconise.**

La marge de sécurité est un concept imaginé par B. Graham. Il la considère comme étant : « **Le secret d'un investissement sain** ». Elle est la réponse qu'il apporte à une dure réalité : **l'avenir est incertain.**

Même si l'investisseur met en place un processus d'analyse extrêmement sophistiqué pour étudier tous les points caractérisant une entreprise et son environnement, il existe toujours des possibilités d'erreurs d'appréciation, ou encore des aléas insoupçonnés au moment de l'analyse, qui pourraient infirmer toute la thèse d'investissement. La marge de sécurité protégera l'investisseur de ces aléas. Elle lui évitera de **payer trop cher** un investissement.

Pour les obligations, l'idée de la marge de sécurité est de s'assurer que les bénéfices générés par le titre seront « suffisamment » supérieurs aux charges financières que l'entreprise est censée honorer. Une bonne marge de sécurité pour les obligations selon B. Graham serait que les bénéfices moyens historiquement générés, représentent un multiple de 4 ou 5 fois les charges financières.

Est-il possible de transposer ce concept aux actions ?

Pour B. Graham, il est tout à fait possible et même nécessaire, d'adapter ce concept aux actions ordinaires en l'ajustant.

Pour les actions, dans des conditions de marché normales, la marge de sécurité réside selon B. Graham, dans une capacité bénéficiaire (1/PER) supérieure au rendement que procurerait une obligation de première catégorie.

A titre d'exemple, supposons qu'une entreprise ait un PER moyen de 12. Sa capacité bénéficiaire serait de : $1/12 = 8,34\%$. Si le coupon obligataire est de 3%, la marge de sécurité serait alors de 5,34%.

Plus le PER sera bas, plus grande sera la marge de sécurité théorique (à taux obligataire constant).

De manière plus générale, la marge de sécurité peut être rapportée directement à la valeur intrinsèque. Lorsque vous estimez que la valeur intrinsèque réelle d'une action est de 100 dollars et que le marché propose un prix de 75 dollars, votre marge de sécurité serait dans ce cas de 25 dollars.

Il n'existe pas de référence universelle pour déterminer la fourchette minimale d'une marge de sécurité. Chaque investisseur doit adopter sa propre méthodologie. L'essentiel selon B. Graham est **d'intégrer pleinement cette réflexion à la décision d'investissement.**

Même si la base de réflexion pour des entreprises dites de « croissance », réside dans les bénéfices prévisionnels et non encore réalisés, l'estimation de la marge de sécurité demeure possible. Mais il est nécessaire dans ce cas de projeter la croissance avec des **hypothèses extrêmement conservatrices.** Le risque que l'investisseur doit avoir en tête, est qu'un retournement de situation inattendu peut tout simplement ravager toutes les perspectives théoriquement calculées. Ce type d'entreprises constitue donc pour B. Graham, un terrain dangereux dans lequel il faut évoluer avec la plus grande prudence.

De manière générale, la marge de sécurité minimise la probabilité de perte mais elle ne l'annule pas. Afin de sécuriser au maximum ses investissements, *l'investisseur intelligent* doit constituer un **portefeuille diversifié composé de titres pour lesquels il a retenu une marge de sécurité suffisante.** La diversification jouera le rôle de « police d'assurance » et réduira encore plus les probabilités de pertes.

La marge de sécurité est donc un concept qui protège l'investisseur du risque de surpayer des actions de qualité. Mais elle ne couvre pas le risque d'investir dans des actions de mauvaise qualité.

Pour minimiser ce risque, B. Graham rappelle qu'il est nécessaire de calculer la capacité bénéficiaire sur un cycle économique complet afin d'intégrer les résultats dégagés par l'entreprise en temps de récession. Une diversification saine devrait également permettre à l'investisseur de minimiser ce risque.



FICHES RÉCAPITULATIVES

INVESTISSEUR = ENTREPRENEUR

1

"Sachez ce que vous êtes, comprenez votre entreprise."

2

"Ne laissez jamais quiconque s'occuper de vos affaires à votre place, à moins que vous sachiez contrôler sa performance, ou que vous ayez de bonnes raisons de faire confiance à ses compétences et à son honnêteté ."

3

"N'investissez pas à moins qu'un "calcul digne de foi ne vous laisse espérer un profit raisonnable. Restez notamment à l'écart des affaires où vous avez peu à gagner et beaucoup à perdre."

4

"Ayez le courage de vos connaissances et de votre expérience, si vos conclusions sont argumentées et si vous êtes persuadés que votre décision est bonne, passez à l'action, même si d'autres hésitent ou remettent leur décision à plus tard."

Benjamin Graham

7

CRITÈRES DE SÉLECTION POUR FAIRE LES BONS CHOIX D' ACTIONS

1

UNE TAILLE ADÉQUATE

Rester à l'écart des entreprises de petite taille

2

UNE SOLIDITÉ FINANCIÈRE AVÉRÉE

Actif circulant > 2 x passif circulant &
Dettes financières long terme < Fonds de roulement net

3

UNE RENTABILITÉ PÉRENNE

Résultat net positif durant les 10 derniers exercices

4

VERSEMENT ININTERROMPU DE DIVIDENDES

L'entreprise doit avoir continuellement versé des dividendes
sur les 20 dernières années

5

UN BNA EN CROISSANCE

Moyenne des BNA des 3 derniers exercices > d'au moins 33%
par rapport à celle des 3 premiers exercices (scope de 10 ans)

6

UN PER MODÉRÉ

PER (bénéfice moyen sur 3 derniers exercices) < 20
(ou 15 selon profil)

7

UN PRICE TO BOOK RATIO MODÉRÉ

Un PBR < 1,5

INVESTISSEURS PASSIFS : Respecter scrupuleusement chaque critère.

INVESTISSEURS ACTIFS : Utiliser ces critères comme référence et user de sa capacité de jugement pour accepter certains points négatifs lorsque les autres sont largement positifs.

L'INVESTISSEMENT DANS LA VALEUR

SELON B. GRAHAM



« Un investissement est une opération financière qui, après analyse approfondie, garantit le capital investi et promet un rendement satisfaisant ».



Le marché n'est pas systématiquement efficient. Il peut exister sur certaines périodes, des écarts significatifs entre la valeur intrinsèque réelle d'un actif et le prix que propose le marché :

« La Bourse fait souvent une montagne d'un rien et transforme un petit ennui en grand drame ».



Tout placement en actions comporte un facteur spéculatif inhérent. Minimiser le risque revient à : **choisir les bonnes actions au bon prix**. L'intérêt d'un investissement est, en très grande partie, fonction de son prix d'achat. Le risque est en très grande partie, fonction de l'effort et du travail d'analyse qu'est prêt à employer l'investisseur. Plus grands seront ses efforts d'analyse, plus grands seront les rendements de l'investisseur.



Evaluer la valeur intrinsèque revient à estimer :

(i) **une capacité bénéficiaire** : sur base des données historiques observables sur un cycle économique complet.

(ii) **un multiple de capitalisation** : sur base des perspectives, de la qualité des dirigeants, de la structure financière, de l'historique de versement de dividendes, et du potentiel de croissance.



La marge de sécurité est le "matelas" de différence entre la valeur intrinsèque réelle et le cours proposé par le marché. C'est un concept clé qui protège l'investisseur du risque de surpayer des actions. Il protège également l'investisseur des aléas non anticipés. La marge de sécurité minimise le risque intrinsèque, mais ne l'annule pas. Elle doit être complétée par une **diversification raisonnable**.

LES PILLIERS DE LA RÉFLEXION DE B. GRAHAM

I

L'AVENIR EST INCERTAIN

II

DIVERSIFICATION
SAINTE DU PORTEFEUILLE

+

III

MARGE DE SÉCURITÉ

DIFFÉRENCE CONFORTABLE
ENTRE

PRIX (COURS)

VALEUR INTRINSÈQUE IV

APPROCHE BÉNÉFICIAIRE

CAPACITÉ BÉNÉFICIAIRE

X

MULTIPLE DE CAPITALISATION

APPROCHE BILANCIELLE

VALEUR RÉELLE DES ACTIFS
TANGIBLES

-

DETTES

MasterBourse

APPRENDRE À INVESTIR EN BOURSE