

barrage/capital

Démystifier la marge de sécurité

Par Rémy Morel

TABLE DES MATIÈRES

1.	INTRODUCTION.....	3
2.	REJETER SOUVENT LES SUGGESTIONS LES PLUS POPULAIRES.....	9
3.	LA BASE DU MOS.....	11
4.	POURQUOI ÉTUDIER WARREN BUFFETT S'AVÈRE UN INCONTOURNABLE.....	15
5.	LA COURBE « RENDEMENT / RISQUE ».....	23
6.	LE BILAN DE LA COMPAGNIE COMME COLLATÉRAL.....	36
1.1.	Le risque avec les collatéraux n'est pas linéaire.....	37
1.2.	Les compagnies solides sans actifs en collatéraux.....	41
1.3.	Les fausses aubaines : à éviter à tout prix.....	42
7.	POURQUOI LES TITRES CONNUS OFFRENT RAREMENT UN MOS INTÉRESSANT.....	46
8.	LE MOS ET LA DIVERSIFICATION.....	56
9.	WARREN BUFFETT ET LA CONCENTRATION EN PORTEFEUILLE.....	60
10.	ANALYSER WARREN BUFFETT : DEUX MANIÈRES D'INVESTIR.....	65
11.	LE MYSTÈRE PETER LYNCH.....	73
12.	LE MOS : POURQUOI EST-IL SI PEU UTILISÉ.....	81

1. INTRODUCTION

Le présent texte fut écrit pour la première fois en 2008, et révisé en janvier 2013. Le lecteur devra en tenir compte lors de la présentation de certains exemples utilisant des contextes temporels passés.

La rédaction de ce document se veut une tentative d'expliquer un concept simple, mais dont l'essence même peut échapper à la plupart des investisseurs. Bien qu'il soit exhaustif, il a pour but de détailler notre raisonnement logique dans la sélection des titres, et non de convaincre une masse d'investisseurs de la validité de notre approche.

Nous croyons que la compréhension d'un concept tel que la marge de sécurité nécessite un certain état d'esprit qui est probablement inné. Beaucoup de personnes n'arriveront jamais à en saisir la pertinence. Une raison possible pourrait être qu'elle accorde peu d'importance au hasard ainsi qu'à ce que nous appelons « les contes de fée ». Par ces derniers, nous référons aux nombreuses histoires captivantes que l'on se forge comme étant des réalités, alors qu'en fait on tente de simplifier à l'extrême le raisonnement utilisé pour arriver à justifier la sélection d'un titre quelconque.

Par exemple, un investisseur qui fait l'acquisition d'actions d'une compagnie produisant de l'or sur la prémisse que les Chinois achètent de plus en plus de ce précieux métal jaune omet un élément crucial dans le monde de l'investissement. Investir et se lancer en affaires s'avèrent deux actions pouvant mener à des résultats totalement différents. Si une personne perçoit une opportunité de vendre de l'or aux Chinois, elle devrait le vendre elle-même, ou encore, engager du personnel pour le faire. Elle détient ainsi le contrôle du processus (la vente, le prix, la gestion des coûts, etc.) Lorsqu'on investit, bien d'autres éléments doivent être considérés, dont le prix du titre visé. On peut avoir raison sur l'événement anticipé (les Chinois achètent effectivement beaucoup d'or), et perdre tout de même beaucoup d'argent. Une foule de facteurs peuvent transformer le « conte de fée » en cauchemar. La compagnie vendant de l'or pourrait faire faillite, simplement à cause d'une hausse des taux d'intérêts si elle s'avérait trop endettée. Les Chinois achètent dans ce cas encore de l'or, mais la compagnie sombre dans la faillite. Avoir raison peut parfois être fort douloureux.

On pourrait énumérer plusieurs autres exemples, mais celui de la dette constitue le meilleur qui soit. Trop souvent, on néglige de prendre en compte ce facteur qui réduit considérablement la marge de manœuvre d'une compagnie.

Utilisons l'exemple d'un individu qui vient de terminer ses études. Un investisseur décide de miser sur lui, car c'est un médecin. Il sait d'avance qu'il gagnera de gros revenus. Cependant, ce médecin en question souffre de la fâcheuse tendance à dépenser au-dessus de ses moyens. Comme il exerce une profession hautement estimée, il arrive facilement à emprunter. Il s'endette donc encore plus. Mais le jour où il n'arrive plus à rencontrer ses paiements, il déclare faillite. L'investisseur, lui, perd alors la totalité de sa mise. Quant au médecin, que lui arrive-t-il? Il continue à travailler et refait sa vie. Mais ce médecin n'a rien perdu : ce sont les créanciers et l'investisseur qui ont tout perdu! Le médecin a su profiter de chaque dollar qu'il avait à sa disposition pour rendre sa vie plus agréable.

Nous venons de voir un exemple où l'investisseur avait bel et bien raison : le médecin gagne bien sa vie, tout comme les Chinois achètent réellement de l'or. C'est ce que nous appelons des contes de fées, car on se concentre sur un événement quelconque, simple à comprendre, et intéressant à raconter. Et tous les éléments négatifs potentiels pouvant transformer ces contes de fées en cauchemars sont ignorés.

Avec le MOS (de l'anglais, « margin of safety »), nous tentons de trouver tous les éléments pouvant aider à préserver le conte de fée. Pour le médecin, il pourrait s'agir d'un héritage de ses parents. En tant qu'investisseur, si vous avez la garantie que lorsque le médecin touchera son héritage, vous aurez droit à un montant minimum (même s'il était radié pour mauvaise pratique), vous avez une certaine marge de sécurité. Votre travail consisterait à calculer le montant à recevoir, ainsi que le temps pour recevoir ce dernier (le moment de la mort des parents). Aussi, vous auriez à évaluer la propension à dépenser des parents. Est-ce qu'ils sont conservateurs? Sont-ils appelés à devenir plus riches avec le temps? De toute évidence, il faut s'assurer que l'héritage sera toujours disponible.

Par la suite, vous auriez à vérifier qu'aucun créancier du médecin ne passe avant vous. Lorsque le MOS a été établi, et que vous avez tenté d'imaginer tous les cauchemars possibles, vous pouvez alors vous concentrer sur le conte de fée - le rendement potentiel, ce qui nous rend si excités! Il s'agit donc de trouver des situations où « pile » nous gagnons, et « face », nous gagnons un peu (ou perdons très peu).

Ce que nous voyons très souvent, ce sont des investisseurs qui croient tellement en leur conte de fée, qu'ils se convainquent qu'il ne tournera jamais au cauchemar. Essayer de les dissuader du contraire, ce serait agir en rabat-joie. Et comme la bourse donne raison de temps à autre même aux plus farfelus des contes, le renforcement qui en découle sera extrêmement puissant. Il nous arrive de rencontrer des investisseurs qui ont pu être chanceux pendant 10 ans. Avec un tel laps de temps, ils ont pu se forger toute une panoplie de raisons pour justifier leurs gains passés, et ainsi en faire une vérité universelle. Parfois, ils écrivent un livre.

Souvent, ces mêmes investisseurs ont essayé d'autres méthodes qui les ont conduits à la catastrophe. Lorsque finalement ils réussissent, ils croient avoir trouvé la recette miracle. L'un de ces investisseurs que nous connaissons avait investi dans les ressources naturelles et l'or de 1998 à 2008. Il avait donc évité la bulle techno, ainsi que la crise financière de 2007-2008. Il en avait conclu qu'il avait trouvé le bon secteur. Selon lui, le secteur de l'or savait passer à travers les tempêtes. Et à l'époque, en 2008, il pouvait nous parler pendant des heures des raisons qui le poussaient à croire que son conte de fée continuerait.

Nous n'y voyions aucun raisonnement logique dans son processus. Il s'était avéré qu'il avait choisi le secteur qui avait su performer (probablement parce qu'il vivait à Vancouver, où beaucoup de compagnies minières siégeaient), et comme son choix fut le bon, il s'était forgé un processus expliquant ce choix. C'est un peu comme gagner à la loterie, et tenter de justifier le choix du numéro gagnant par de savants calculs.

Ce genre d'exemple arrive très fréquemment. À l'opposé, nous avons rencontré très peu de gens utilisant principalement le MOS dans leur processus d'investissement. Nous pouvons donc prédire avec un certain degré de certitude (cette affirmation détient un MOS élevé!), que notre philosophie ne sera jamais populaire.

Il est à noter que notre philosophie n'est pas notre invention : Warren Buffett l'utilisait bien avant nous. Mais, n'était-ce pas Benjamin Graham, le créateur à la base? Il est vrai qu'il fut l'instigateur du MOS. Cependant, son application comportait énormément de limites, à un point tel qu'aujourd'hui en 2015, il serait très difficile, voire impossible, de la mettre en application. On peut donc conclure que Graham en a élaboré les premiers échelons, alors que Buffett l'a quant à lui développée à un haut niveau.

Pourquoi le MOS est-il si peu populaire? Nous croyons pouvoir répondre à cette question. Tout d'abord, elle critique d'emblée les contes de fées. On élimine alors dès le départ un important pourcentage des investisseurs. L'idée du MOS consiste d'abord à trouver comment on pourrait perdre de l'argent. N'est-ce pas ennuyeux? Pire, souffrir de pessimisme chronique? Avant même de parler de gain, nous entrevoyons le pire! Tout de suite, on doit se rendre à l'évidence : pour appliquer cette philosophie, il faut s'intéresser davantage aux histoires d'horreurs qu'aux contes de fée.

Un deuxième élément, qui s'avère loin d'être négligeable : les chiffres. Il faut indubitablement adorer les chiffres, plutôt que les formules mathématiques. Le MOS requiert constamment des calculs. Et attention! Aucun ordinateur n'a su remplacer l'humain sur ce point. Les chiffres que nous étudions ne sont jamais les mêmes d'une compagnie à l'autre. Aucun standard n'existe¹. C'est pourquoi on ne peut pas baser son raisonnement sur de simples ratios calculés par un ordinateur. Et l'une des raisons expliquant cette réalité se trouve au prochain élément.

Le troisième élément : la recherche, souvent laborieuse. Pour ceux qui détestent lire les rapports financiers, imaginez combien pourrait être ennuyeux de lire les notes aux états financiers, pour ne nommer qu'un exemple. Les notes, ce sont les explications, souvent en petits caractères, décrivant en détails les différents postes des états financiers. On peut comparer les notes aux termes d'un contrat de banque lors de l'ouverture d'un compte bancaire. Connaissez-vous beaucoup de gens qui seraient emballés à l'idée de lire toute la paperasserie requise pour l'ouverture d'un compte? Les avocats le font, car la rémunération qui en découle les motive. Cependant, très peu d'investisseurs s'attardent aux notes des états financiers. Pourtant, il s'agit parfois de l'endroit où nous trouvons les éléments clés pour calculer notre marge de sécurité. On pourrait classer les notes aux états financiers dans la catégorie totalement opposée à celle des contes de fées. Elles sont ennuyeusement longues et exhaustives, requérant beaucoup d'esprit analytique, tandis que les contes font surtout rêver.

M. Buffett a mentionné à quelques reprises qu'il lisait tout dans un rapport : de la première page à la dernière. Parfois, un indice important se trouve à l'endroit où on s'y attend le moins. Plus l'information est abondante, meilleures sont les chances de déceler les risques ou les avantages d'un investissement.

¹ Cette réalité explique en partie pourquoi les concepts enseignés par les universités s'avèrent souvent inutiles.

La recherche ne se limite pas aux rapports annuels bien sûr. Parfois, il faut creuser longtemps : recherches sur chacun des dirigeants de l'entreprise, sur les clients de cette dernière, et sur ses fournisseurs. Pour une compagnie en immobilier, par exemple, nous étions allés voir les registres à l'hôtel de ville afin de comparer l'évaluation municipale de certains des immeubles de l'un de nos titres en immobilier par rapport à notre propre évaluation. Il s'agit du genre d'informations importantes que l'on ne peut pas retrouver dans un rapport annuel. Bref, sans une certaine passion pour la recherche analytique et les chiffres, un investisseur peinera à appliquer cette philosophie dans la gestion de son portefeuille. Au chapitre 12, nous discuterons davantage de la faible popularité du MOS.

Dans ce document, nous allons régulièrement nous référer aux enseignements de Warren Buffett. Nous avons même consacré un chapitre entier à expliquer combien il est important d'étudier cet investisseur. M. Buffett a fait avancer la théorie en investissement, tout comme Einstein a contribué à la physique. Cependant, nous pensons que sa contribution fut encore plus importante pour le petit investisseur qui désire réussir. Les principes d'Einstein peuvent s'enseigner en classe, alors que ceux de Buffett sont souvent contredits dans les écoles. Ne pas étudier un tel investisseur revient à adopter les mauvaises habitudes que le système scolaire tente de nous inculquer afin d'assurer sa propre survie. En effet, si tout le monde acceptait les enseignements de M. Buffett d'emblée, beaucoup de cours de finances disparaîtraient. Au chapitre 4, nous discuterons des raisons nous poussant à étudier cet illustre investisseur si minutieusement.

À partir du chapitre 5, nous attaquerons le MOS sous plusieurs angles. Nous utiliserons la courbe « Rendement / Risque », qui est très populaire dans les volumes de finances. Nous illustrerons également sous forme de graphique la relation entre le risque et le gain potentiel. Nous ne savons pas si un tel graphique a déjà été utilisé dans le milieu académique, mais nous pensons qu'il représente bien les risques individuels de plusieurs titres dans un portefeuille.

Au chapitre 6, nous expliquerons l'importance d'étudier le bilan d'une compagnie pour déterminer le MOS de celle-ci. Le bilan est souvent négligé par les analystes lors de leurs recommandations. Par la suite, nous évoquerons au chapitre 7 les raisons derrière le fait que les titres qui sont populaires sont rarement intéressants pour nous.

Au chapitre 8, nous traiterons spécifiquement de la diversification. Pour bien réussir avec la philosophie du MOS, la concentration est essentielle. Nous discuterons de long en large de cet

aspect dans ce chapitre, ainsi qu'à divers autres endroits dans ce document. Les chapitres 9 et 10 traiteront encore de M. Buffett. Cette fois, nous y différencierons ses deux manières d'investir : l'une, dans laquelle la diversification est présente, alors que l'autre revêt une diversification parfois très limitée. Notons que c'est cette dernière méthode qui nous intéresse le plus.

Au chapitre 11, nous traiterons à nouveau de la diversification, mais en tentant de comprendre le mystère Peter Lynch. Ce dernier avait plus de 1000 titres à certains moments dans son portefeuille. Il a investi en violant les règles de la concentration, telles qu'éditées par Buffett. Nous essaierons donc dans ce chapitre de comprendre cette anomalie.

Finalement, comme nous l'avons déjà mentionné, nous expliquerons au dernier chapitre pourquoi notre philosophie est si peu populaire. Il est à noter que nous sommes très heureux de cette réalité. Si le MOS devenait populaire, il disparaîtrait! Cela se refléterait dans le prix des actions à la bourse. Heureusement, cela ne risque pas d'arriver.

2. REJETER SOUVENT LES SUGGESTIONS LES PLUS POPULAIRES

Pour bien des gens, discuter avec nous peut s'avérer fort ennuyeux. Lorsque nous rencontrons des gens, il est toujours intéressant de discuter de nos investissements, des raisons qui nous ont poussés à acheter un titre en particulier. Souvent, on nous demande ce que l'on pense de telle compagnie (toujours dans l'optique qu'il pourrait s'agir d'un achat intéressant). Cependant, notre attitude semble détachée. Nous ne sommes jamais emballés par les tuyaux qui nous sont fournis. C'est un peu comme discuter avec quelqu'un qui voit la vie en noir et qui ne s'intéresserait à rien. On désenchante rapidement. On lui fait des suggestions pour lui remonter le moral, mais ça finit toujours pareil : « Non, pas intéressant ». La raison principale est simple : les investisseurs s'intéressent presque tout le temps aux titres populaires (dont la popularité a déjà fait monter le prix du titre) ou aux titres qui ont bénéficié de l'aide de promoteurs. Or, s'il faut un promoteur pour attirer des investisseurs, c'est que le titre en question ne doit pas être aussi bon qu'on le prétend !

Si l'on observe le contenu des portefeuilles boursiers de la majorité des Québécois, on constatera la surprenante ressemblance entre eux. Les gens tendent à acheter les mêmes titres ! Or, plus un titre jouit d'une certaine popularité, plus nous adopterons une attitude prudente à son endroit. Dans le chapitre 7, nous expliquerons la nature du risque que l'on retrouve constamment dans ces titres bien connus.

Quand on nous parle d'un titre, nous pensons toujours au risque d'abord. Par la suite, lorsque le test sur le risque a été passé avec succès, nous poursuivons avec le potentiel de gain. La plupart des investisseurs, qu'ils soient amateurs ou professionnels, étudient d'abord les gains potentiels ou les perspectives. Qui plus est, si la compagnie en question revêt une « histoire » intéressante (un conte de fée, parfois réaliste, mais trop souvent embelli), elle attirera beaucoup l'attention.

Lorsque nous avons commencé personnellement à investir à la bourse, nous étions très téméraires. Nous achetions, sans savoir quels étaient les risques. La plupart des investisseurs passent par cette étape. Cette ignorance du risque peut se comparer au très triste exemple du viaduc de la Concorde à Laval, qui s'est effondré le 30 septembre 2006. Avant l'effondrement, peu de personnes avaient conscience du risque qu'elles courraient en utilisant le viaduc. On

passait allègrement, avec l'esprit tranquille. Mais si on avait su d'avance la terrible catastrophe, qui aurait osé? Qui serait passé en-dessous? C'est à ce moment que le mot « risque » prend tout son sens. L'utilisation de cet exemple verse dans l'extrême, mais il aide à comprendre que l'on peut investir longtemps dans des titres risqués, sans savoir qu'une catastrophe nous attend. Et tant et aussi longtemps que cette dernière ne survient pas, le niveau de confiance envers sa façon d'investir augmentera. On peut penser que s'il n'arrive rien, c'est sûrement par absence de danger. Quant à nous, notre perception du risque en ce qui concerne les titres populaires s'apparente souvent à un viaduc mal entretenu : certains titres peuvent s'effondrer à tout moment.

Si vous prêtez attention à tout ce qui se dit autour de vous, et que vous suivez les recommandations et les suggestions qui vous sont faites régulièrement, vous courez à la catastrophe. Vos risques sont élevés si vous investissez dans les titres les plus prisés. Le risque est présent, mais trop souvent on ne le soupçonne point. À défaut de le voir soi-même, on se fie sur les autres (et la plupart des autres font de même). C'est ce que nous tenterons de comprendre au chapitre 7.

3. LA BASE DU MOS

Qu'est-ce que la marge de sécurité (que nous appellerons « MOS » en abrégé, pour « margin of Safety »)? Le but du présent document consiste à expliquer le MOS sur plusieurs angles, afin d'arriver à saisir tout l'impact qu'il peut avoir sur un portefeuille, ainsi que dans toutes les sphères du monde des affaires. La philosophie du MOS peut être appliquée dans bien des situations. Voici un exemple concret lors de l'achat d'action ou d'une entreprise.

Vous suivez de près un titre quelconque que vous souhaitez posséder depuis longtemps. Supposons que le titre se transige à 26\$, coïncidant avec sa juste valeur marchande, c'est-à-dire, ce qu'un individu intelligent et rationnel serait prêt à payer pour obtenir un rendement satisfaisant (sans être extraordinaire). Vous disposez de 2600\$, avec lesquels vous pouvez acquérir 100 actions à 26\$. Cependant, vous préférez attendre et ne rien faire. Un peu plus tard, les nouvelles économiques tournent au cauchemar, et les marchés boursiers réagissent par une forte correction. Votre titre chute à 13\$. Si la compagnie en question n'a subi aucun changement, vous obtiendrez la possibilité d'investir et d'obtenir la situation suivante :

100 actions

1300\$

Au lieu de payer 26\$ pour chaque action, vous payez 13\$, et conservez les 1300\$ économisés à l'abri. Ces 1300\$ épargnés constituent en soi une marge de sécurité. Quelles sont les chances de perdre les 1300\$ qui sont mis de côté? Elles sont nulles, vous en conviendrez. Qu'en est-il du potentiel de rendement? A-t-il changé? Supposons que le titre retourne à 26\$ (s'il avait fondu de 50% seulement par sympathie avec le marché boursier, il serait logique de le voir retourner à son prix initial dans un laps de temps assez court) :

100 actions

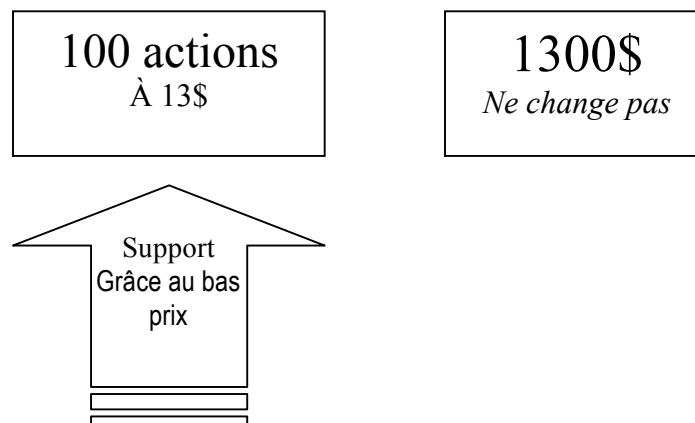
Gain : 1300\$

1300\$

Ne change pas

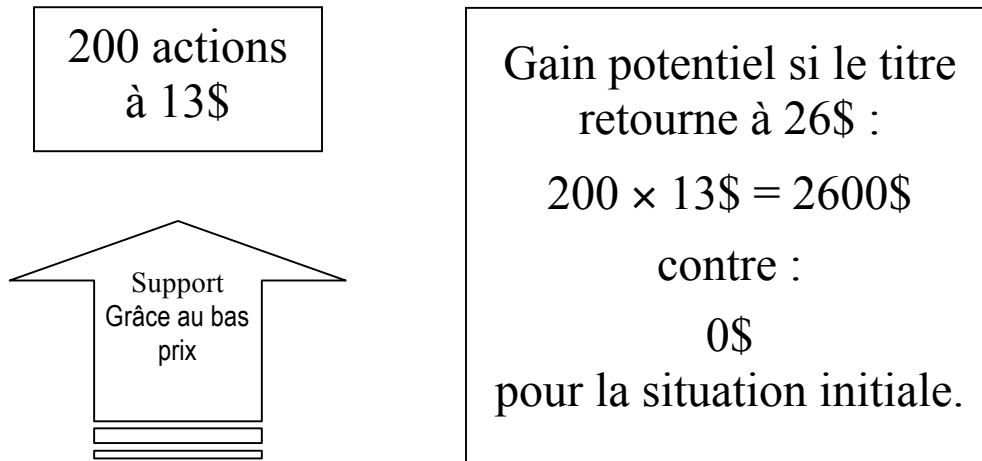
Si le titre revenait à 26\$, l'investisseur l'ayant acquis à 13\$ réaliserait un profit de 13\$ par action. Quant aux 1300\$ qu'il avait mis de côté, ils ne changent point. Cette situation est fort agréable : non seulement on réalise un gain alors qu'en situation initiale il aurait été nul ; mais en plus, le risque était moindre (quoiqu'il advienne, on avait la certitude de conserver 1300\$).

Est-ce tout? Est-ce que la réduction du risque se limite aux avoirs mis de côté? Pas du tout!
Et c'est là tout l'attrait de la marge de sécurité. Prenons le titre à 13\$:



Il n'est pas difficile de visualiser un moindre risque pour les 1300\$ non investis dans le titre. Cependant, qu'en est-il des actions acquises? Si la valeur de la compagnie n'a pas changé, nous obtenons la même valeur (une participation dans l'entreprise) que procure une action, qu'elle soit à 13\$ ou 26\$. Cependant, quels sont les risques que le titre se transige plus bas que 13\$, par rapport à 26\$? Si la valeur intrinsèque de la compagnie est effectivement de 26\$, nous obtenons un rabais de 50% (la flèche du schéma indique un certain support offert par le biais d'un risque réduit). À n'en point douter, le risque de perte à 13\$ est moins élevé qu'à 26\$, car toute baisse supplémentaire augmente le rabais à un niveau supérieur à 50% (ce qui attire nécessairement des acheteurs).

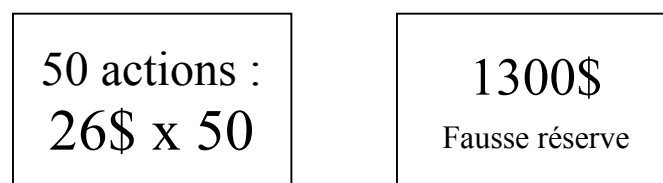
Donc, en payant moins cher, on obtient deux situations intéressantes : une réserve (argent mis de côté), ainsi qu'un risque réduit sur l'investissement. C'est pourquoi lorsque la réduction du risque sur le titre est vraiment élevée, nous préférons opter pour un investissement plus concentré : nous investissons le même montant, mais obtenons deux fois plus d'actions.



Cela nous donne 2600\$ de gains potentiels, contre 0\$ seulement avec la situation initiale; et cela, avec moins de risques! Ce genre de calcul dresserait les cheveux de la plupart des académiciens, qui cherchent constamment un rapport proportionnel direct entre les gains et les risques!

Au chapitre 6, nous verrons plus en détail la puissance du MOS, dans les situations où des actifs tangibles offrent un support aux actions. Nous y verrons que si un titre diminue de 50%, le risque pourrait diminuer de 75% ou plus, et non seulement de 50%, comme pourrait le suggérer un simple calcul de proportionnalité.

Nous parlerons ensuite de la concentration par rapport à la diversification. Comme on le sait, cette dernière sert à prémunir un investisseur contre les risques d'une perte importante de ses avoirs. "Il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier!" entendons-nous souvent. Ce qui est ironique cependant, c'est que les gens achètent toutes sortes de titres que nous n'oserions jamais acheter pour nous-mêmes. À défaut de choisir les titres sécuritaires, on achète n'importe quoi : on préfère avoir 50 titres risqués, que trois ou quatre titres sécuritaires. Si nous avons personnellement un portefeuille de 50 titres composés des grands noms constamment publicisés par les analystes, nous aurions bien de la difficulté à dormir la nuit! La diversification constitue simplement un réflexe pour tenter de contrer l'ignorance. Reprenons le schéma utilisé plus haut, mais dans le contexte de la diversification :



Ce schéma démontre qu'on achète 50 actions au lieu de 100, pour ainsi mettre 1300\$ ailleurs (en obligations ou en encaisse). Étant incapables de bien évaluer la valeur intrinsèque ou les risques d'un titre, beaucoup d'investisseurs tentent de se constituer une réserve imaginaire. Cette technique consiste simplement à réduire les positions. Le problème, c'est que le gain potentiel est d'autant réduit, et quant aux 1300\$ investis (au lieu des 2600\$), le risque de baisse est aussi élevé pour la proportion investie! Que vous achetiez pour 1000\$ d'un titre à 26\$, ou pour 10 000\$, le risque de perte en pourcentage est le même. La réduction du risque n'est alors possible que par le sacrifice proportionnel de gains potentiels. La diversification semble souvent la solution idéale, alors qu'elle nuit beaucoup aux résultats à long terme que peut obtenir un investisseur.

La futilité de cette diversification peut mieux se comprendre avec l'exemple suivant. Si on investit 250 000\$ dans des actions, et qu'on achète une maison de 250 000\$, peut-on affirmer que nous prenons deux fois moins de risque qu'avec un portefeuille de 500 000\$? Absolument pas! Habituellement, on exclut la maison lorsque vient le temps d'évaluer un tel investissement. Il est vrai que la valeur totale (actions + maison) est moins volatile grâce à la valeur plus stable de la maison. Mais la plupart des gens trouveraient farfelu de calculer le risque de leur valeur totale, plutôt que celle du portefeuille boursier tout seul. Pourtant, inclure les obligations (pensons entre autres, aux fonds mutuels équilibrés, dans lesquels nous retrouvons habituellement 50% d'actions et 50% d'obligations) dans le calcul du risque total semble tout à fait logique. Si les obligations s'avèrent un choix logique, la maison l'est également. En réalité, on doit s'attarder sur les risques pertinents : seule la portion réservée aux actions devrait être évaluée afin de conclure si oui ou non, nos investissements sont risqués.

Nous en discuterons en détail dans les chapitres 7 et 9, car cette maladie qu'on pourrait appeler la « diversifite » affecte un grand nombre d'investisseurs.

4. POURQUOI ÉTUDIER WARREN BUFFETT S'AVÈRE UN INCONTOURNABLE

Combien de firmes de gestionnaires avez-vous entendu parler de M. Buffett, le citant pour appuyer leur argumentation? Il est étonnant de constater à quel point on peut profiter de la popularité de cette personne afin d'attirer de la clientèle! On peut certes s'inspirer de lui en le citant comme exemple, mais dire qu'on investit comme lui, ce serait mal le connaître. Dans bien des cas, il s'agirait plutôt d'une tentative de profiter de sa réputation.

Comme beaucoup de gens s'improvisent disciples de Buffett, nous cherchons à éviter de tomber dans ce piège. On peut le citer, mais nous sommes contre toute mention à l'effet que l'on peut reproduire ses rendements. Il faut comprendre à la base que Buffett n'a pas une « technique » d'investissement proprement dite. Il ne s'agit pas d'une façon de sélectionner les titres, comme l'est l'analyse technique ou l'analyse quantitative. La plupart des gens que nous connaissons qui disent investir comme lui, soit ne le font pas vraiment, soit ne le font que partiellement.

Pourquoi est-ce ainsi? Tout simplement parce qu'on le connaît trop peu et on le sous-estime souvent. Plus on découvre M. Buffett, plus on le respecte. On se rend vite compte à quel point il est difficile de réussir aussi bien que lui à la Bourse. On ne peut pas se contenter de travailler sur son portefeuille quelques heures par jour et espérer atteindre les rendements qu'il a produits par le passé. Peut-être que l'on pourrait rétorquer qu'il a enseigné une philosophie que l'on peut mettre en pratique : acheter de bonnes compagnies, les garder longtemps, etc. Nous discuterons de ce point en détail au chapitre 10 : « Analyser Warren Buffett : deux manières d'investir ». Nous essaierons alors de démystifier autre chose que la marge de sécurité : le mythe de l'acquisition de bons titres que l'on ne vend jamais, véhiculé un peu partout dans les livres et les médias.

La grande expérience de M. Buffett à la Bourse

Warren débuta ses premières lectures financières à un tout jeune âge (5 ou 6 ans). Il avait le désir d'être riche, et cherchait comment faire de l'argent. À 11 ans, il acheta ses premières actions à la bourse. Son père était courtier en valeurs mobilières, et emmenait le jeune Warren au bureau à l'occasion. Il a donc eu un contact avec le monde de la finance, ce qui a toujours attisé sa curiosité.

Nous pensons que Warren a essayé à peu près tout ce qui existe en investissement (à moins d'être sûr dès le départ qu'il perdrait son temps). Il était même fervent de l'analyse technique à une époque, technique qu'il a finalement abandonnée...

Warren possède une mémoire phénoménale des états financiers. On disait de lui qu'il apprenait par cœur les bilans des compagnies. Et non seulement il scrute en détail tout ce qu'il peut trouver sur les compagnies qui l'intéressent, mais il filtre constamment des milliers de candidates potentielles. On peut très bien passer à travers une centaine d'entreprises par jour, en vérifiant certains éléments tels que les états financiers (sans nécessairement lire les notes) ainsi que le pourcentage de détention des actions des dirigeants. À partir de cette recherche, on peut trouver des compagnies intéressantes. Mais une fois qu'elles sont trouvées, il s'avère nécessaire d'y investir beaucoup de temps. On doit bien comprendre le modèle d'affaires de l'entreprise et vérifier toute information pour s'assurer qu'on peut se fier aux états financiers ainsi qu'une foule d'éléments afin de tester la solidité du titre trouvé.

Warren excellait dans ces deux aspects : savoir filtrer une multitude de compagnies ainsi qu'étudier en détails les compagnies intéressantes. Il avait l'habitude de dire qu'un bon investisseur devrait être capable de dire quelque chose sur chaque titre existant à la bourse (nous suspectons qu'il ne passe pas trop de temps sur les compagnies minières ou technologiques, mais nous pourrions être surpris). Il dit aussi que lorsque l'on déniche une entreprise à un prix intéressant, il faut tout connaître sur elle.

Comment arrive-t-il à en faire autant, avec seulement peut-être une douzaine d'heures par jour? Pour son processus de sélection, nous pensons qu'il bénéficie grandement de sa connaissance des différents domaines qui existent. Si on lui parle de l'immobilier, il saura d'avance quel pourcentage des revenus devraient être attribués aux coûts directs d'opérations, à l'amortissement, aux intérêts et autres postes de dépenses. Il saura quelle devrait être la répartition des principaux postes au bilan. S'il s'agit d'un locateur industriel, les pourcentages seront différents de ceux d'un locateur résidentiel. Avec un seul coup d'œil aux états financiers, il peut savoir dans quel segment de l'immobilier la compagnie opère, et il sera en mesure de repérer rapidement toute anomalie. À partir de quelques informations seulement, on peut reconstruire un bilan et un état des résultats. C'est avec beaucoup d'expérience qu'on y arrive.

Warren a accumulé au fil des ans tellement de connaissances, qu'on pourrait le considérer comme une encyclopédie. Il a recherché toute sa vie des façons efficaces de faire de l'argent par le biais de l'investissement. Lorsqu'il parle, nous écoutons la conclusion de milliers d'années de recherche. Comment est-ce possible, il n'a que 82 ans? Warren apprend très vite, et apprend des autres. Lorsqu'il a lu le livre de Benjamin Graham (*Security Analysis*, écrit en 1934) étant tout jeune, il a vite adopté une nouvelle façon d'investir, en bénéficiant de l'expérience de Graham. En procédant ainsi avec tous les grands investisseurs qui ont essayé maintes techniques d'investissement, il a su éviter de nombreuses erreurs, et ainsi arriver à trouver tous les éléments nécessaires pour arriver au résultat optimal.

Si un jeune adulte veut travailler pour la NASA, que lui conseilleriez-vous? Il devra aller à l'école, jusqu'à un très haut niveau, et apprendre tout ce qu'il peut sur les découvertes scientifiques de notre ère. Partir de zéro serait une perte de temps inimaginable. Supposons que vous relâchez un génie dans une forêt, avec rien. Vous voulez savoir combien d'années il lui faudra pour redécouvrir les ondes radio, l'électricité, l'énergie atomique, etc. Étant seul, ses chances sont nulles. Il faut des millions d'individus pour y arriver. Les découvertes des uns ont beaucoup aidé celles des autres. Pour découvrir la fission atomique, il a fallu d'abord comprendre la physique et la chimie, qui à elles seules représentent des millions d'heures d'études.

Bénéficiaire du savoir des autres, c'est ce qu'a fait Warren, et que tant d'investisseurs ne font pas. La bourse constitue un grand mirage. On a aisément l'impression qu'on peut y réussir facilement. Si on veut devenir médecin, on a le réflexe instantané d'aller à l'école, et d'étudier la médecine. Imaginez un individu qui se dit prêt à opérer une personne, parce que pendant quelques années, il s'est pratiqué sur des grenouilles dans son sous-sol, sans jamais avoir étudié à l'école!

Et la grande question : mais... apprendre à bien investir ne s'enseigne-t-il pas à l'école? Voilà la raison ultime de toute cette confusion face à la bourse : NON! Comment est-ce possible?

Deux grandes raisons expliquent cette réalité : la réflexivité et l'illusion

La réflexivité est un concept qui a été expliqué à plusieurs reprises par Georges Soros, un célèbre gestionnaire de fonds de couverture. Il s'agit du fait que lorsque l'on réagit à une information qui nous provient des marchés, nous influençons les marchés. En réponse à ces changements, nous changeons nos comportements, ce qui influence les marchés à nouveau.

C'est un peu comme jouer à "Roche, Papier, Ciseaux". Si vous anticipez que votre adversaire vous présentera deux roches d'affilée, vous sortirez le papier. Par contre, si votre adversaire se doute que vous avez deviné ses intentions, il agira autrement. Il vous faudra alors réajuster votre stratégie continuellement. En bout de ligne, toute stratégie devient inutile. À la bourse, un phénomène similaire se produit, sauf qu'il s'avère beaucoup plus subtile. Pour mieux comprendre notre point, voici une situation sans réflexivité : la science.



Ce schéma indique que les découvertes scientifiques font avancer les futures découvertes. Ce n'est pas un hasard si la technologie évolue plus vite depuis les 50 dernières années. Pendant cette période, les progrès scientifiques ont évolué beaucoup plus rapidement qu'entre 1900 et 1950, ou de 1800 à 1900. L'échange d'informations joue un rôle crucial. Des millions de chercheurs travaillent conjointement, et non l'un contre l'autre (même si une certaine forme de compétition existe).

Lorsque l'électricité fut découverte, nous avons pu en faire bénéficier le monde entier. Donc, il existe un effet multiplicateur : plus nous sommes nombreux à chercher, plus efficaces seront nos recherches. L'information scientifique se partage. C'est comme l'accumulation des intérêts dans un portefeuille : c'est exponentiel. On peut la comparer à une MULTIPLICATION.

Qu'en est-il de l'investissement? Peut-on y retrouver la même synergie? Pas du tout! C'est bien tout le contraire. Plus on partage l'information, plus cette information devient inutile. Voici le schéma de l'investissement, avec lequel on peut voir le contraste frappant avec celui de la science.



La bourse génère un certain profit : il s'agit de tous les profits, de toutes les entreprises mises ensemble. Si nous partageons nos idées, va-t-on générer plus de profit? La réponse est négative. En investissement, plus nous sommes nombreux à vouloir investir, moins les profits seront élevés pour chaque individu. C'est comparable à une DIVISION.

La seule façon pour un individu de générer plus de profit que la moyenne, c'est en prenant à d'autres investisseurs ce qui leur reviendrait autrement. Oui, l'investissement est un monde cruel et injuste. Il s'agit d'une jungle où la survie dépend de la mort des autres (ne soyons pas si cyniques tout de même!). Il s'agit d'une réalité si importante à saisir : **ON NE PEUT PAS PARTAGER LES DÉCOUVERTES EN INVESTISSEMENT**. Lorsqu'on le fait, on atténue leur efficacité.

Mais pourquoi est-ce que Warren parle ouvertement de ce qu'il fait, et pourquoi de nombreux gestionnaires, dont nous, le faisons aussi? Nous croyons que M. Buffett cherche à aider ceux qui désirent fortement réussir. Beaucoup d'investisseurs se contentent inconsciemment de rendements médiocres, parce que la bourse répond à un besoin autre que financier (la plupart du temps, l'investisseur est inconscient de cette réalité, et nous en discutons plus loin). Et pour les autres, il est si difficile de réussir à la bourse que Warren ne s'inquiète pas d'avoir à y affronter une compétition accrue.

Que tentent de faire les écoles au juste? Le but d'une institution d'enseignement, c'est de partager des connaissances que tout le monde pourra utiliser. Comment partager quelque chose qui ne se partage point? On cherche à enseigner une méthode que tous les élèves pourront appliquer dans leur carrière. On veut rendre « scientifique » quelque chose qui ne l'est pas. La théorie de l'efficience des marchés admet une chose, sans que son inventeur en soit conscient : si tout le monde se rue sur la même tarte, la portion de chacun se calcule en divisant

la tarte par le nombre de personnes tentant d'avoir une part. La théorie de l'efficience des marchés a établi que tout titre à la bourse reflète toutes les informations connues à son sujet. Ainsi, le prix s'ajuste au fur et à mesure que la nouvelle information est publiée. Il est donc inutile pour tout investisseur de tenter de tirer profit d'un déséquilibre entre ce que vaut un titre, et son prix en bourse.

S'il est impossible d'arriver à tirer profit de toute anomalie au niveau du prix, alors on doit s'en tenir au rendement moyen. Le milieu académique stipule qu'il ne sert à rien de tenter de faire mieux. Pour arriver à un meilleur rendement, il faut prendre plus de risque. Le rendement, selon eux, est fortement lié à la catégorie d'actif sélectionnée, et non pas à une rigoureuse sélection des titres dans une catégorie d'actif quelconque.

Nous sommes évidemment en total désaccord avec ce principe, tout comme M. Buffett. Le milieu scolaire est tellement ancré dans ce dogme que Warren reconnaît qu'on ne peut pas arriver à devenir un investisseur qui se démarque en suivant des cours de finances. Voici l'une de ses déclarations populaires à ce propos :

« Les cours de finances peuvent vous aider à faire la moyenne ».

Les écoles qui donnent des cours de finances ne sont pas conscientes de l'existence de la réflexivité : c'est en formant des gens qui investissent de la même manière que l'on rend inefficace la méthode enseignée. Selon nous, pour réussir à la bourse, il faut agir différemment des autres. Comment enseigner une technique si celle-ci doit être différente pour tout le monde ?

Nous avons évoqué une deuxième raison expliquant l'incapacité des écoles à bien nous apprendre le merveilleux monde de l'investissement. Il s'agit des illusions. Elle explique bien des faiblesses chez les investisseurs.

La bourse est une invention extraordinaire, puisqu'elle permet de financer beaucoup de projets qui sont voués à l'échec. Beaucoup de gens seraient étonnés du nombre d'investissements qui sont affectés à la recherche sur le cancer par exemple, par le biais de sociétés publiques. Même si les probabilités de réussir sont faibles, un bon promoteur arrivera à convaincre assez de gens pour financer les opérations, même si elles sont déficitaires pendant de nombreuses années.

Les illusions les plus puissantes réfèrent à l'appât du gain facile. Elles expliquent comment une société d'état œuvrant dans la loterie peut exister et être aussi profitable, alors qu'elle fait constamment perdre des millions de dollars à des millions de gens. Nous croyons que le secret réside dans les gros gains. Dans l'industrie de la loterie, on peut facilement le constater. Plus les gains sont gros, plus un investisseur misera inconsciemment sur la chance, plutôt que sur un calcul savant et réfléchi. Le raisonnement humain pousse même une quantité impressionnante d'investisseurs à d'abord rêver d'un gain, et ensuite trouver toutes les raisons possibles afin de justifier leurs choix.

Bien sûr, un gain de temps à autre constitue l'élément essentiel pour entretenir la fameuse illusion. Si les casinos ne permettaient aucun gagnant dans ses établissements, plus personne n'irait tenter sa chance. La bourse offre donc suffisamment de gains (souvent annulés par des pertes encore plus importantes) pour entretenir l'espoir qu'on peut y faire facilement fortune. Elle comble donc un besoin autre que financier. En l'absence de calculs pertinents et réalistes, on offre la possibilité de participer au marché de l'espoir, qui s'apparente à la loterie. Elle procure une certaine excitation, que nous catégoriserions dans la sphère du divertissement plutôt que de l'investissement. Dans bien des cas, les investisseurs demeurent inconscients de cette réalité, et confondent souvent « investissement » et « spéculation ».

Quant aux écoles, leurs illusions se concentrent sur l'apparence de données quantifiables, qui sont beaucoup plus faciles à mettre en application que les méthodes de Buffett. La bourse est une source infinie de données que l'on peut potentiellement utiliser dans toutes sortes de formules mathématiques. M. Buffett remet en question la pertinence de ces données. Et on tient à ne pas considérer les principes de celui-ci, car ils ne cadrent dans aucune formule. Qui plus est, si on abdiquait et qu'on lui donnait raison, ce serait probablement la fin des cours de finances. Les élèves n'auraient qu'à lire les livres pertinents et tenter de mettre en application les principes enseignés afin de prendre l'expérience nécessaire, qui s'avère essentielle² (la bourse comporte une certaine dose d'émotion; certaines choses se doivent d'être vécues, et ne peuvent pas être enseignées théoriquement).

Le MOS n'est pas étudié dans les écoles. Benjamin Graham, à l'Université de Columbia à New York, fut une exception. Mais il était également un professeur exceptionnel, puisqu'il avait

² Si les élèves apprenaient la bonne façon d'investir, on pourrait penser qu'il serait davantage difficile pour les adeptes de Buffett d'obtenir de bons rendements. Or, il est très laborieux de mettre à exécution la philosophie de Buffett. Sa méthode d'investissement nécessite une quantité de recherches et de lectures importante. Beaucoup d'étudiants se décourageraient, et les cours de finances deviendraient tout simplement moins populaires.

travaillé d'arrache-pied pour découvrir une façon d'éviter de perdre de l'argent suite à ses déboires durant la période de 1929-1934 (il perdit beaucoup d'argent, bien qu'il croyait faire preuve déjà d'une certaine prudence à l'époque). M. Graham fut le premier investisseur à mettre en application le concept du MOS. Cependant, M. Buffett l'a développé à un haut niveau, grâce à sa capacité d'apprentissage et à sa longue carrière à la bourse.

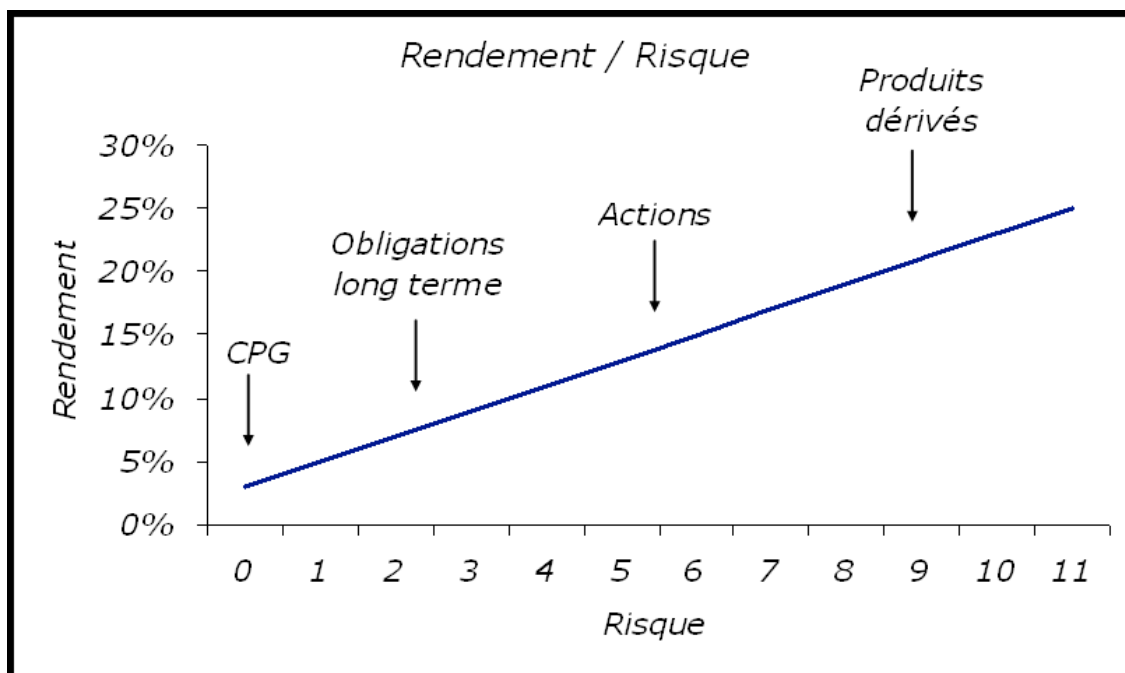
Un investisseur désireux de réussir ne peut pas se permettre le luxe d'éviter les enseignements de M. Buffett. Et s'il croit pouvoir faire mieux que Buffett (se surestimer est si courant à la bourse), et bien, qu'il commence d'abord par comprendre ses enseignements dans les moindres détails. Ensuite, il pourra appliquer ses propres principes, s'il est toujours convaincu qu'ils sont supérieurs, et ensuite les enseigner à son tour.

5. LA COURBE « RENDEMENT / RISQUE »

« J'attache une grande importance à la certitude... Si vous faites cela, le concept du risque dans son ensemble ne fait pas de sens à mes yeux. On doit s'abstenir lorsque l'on entrevoit un risque élevé. Mais il n'est pas risqué d'investir dans des titres qui se transigent à une fraction de leur valeur. »

- Warren Buffett

Dans les cours de finances universitaires, on tente souvent de classer les différentes catégories d'actifs de façon ordonnée. Voici un graphique couramment utilisé, afin de décrire la relation entre le rendement et le risque :



Qu'est-ce que ce tableau veut dire? Chaque fois que nous prenons plus de risque, le rendement augmente. Donc, au début de la ligne droite ascendante, les CPG (certificats de placement garanti) sont présents. Le risque est nul, et le rendement oscille autour de 2% ou 3%³. Si on décide de prendre un peu plus de risque, les obligations à long terme procurent un rendement additionnel, tout dépendamment de leur durée et de leur nature (corporative ou gouvernementale). Plus loin, les actions affichent un risque passablement plus élevé, mais

³ Les CPG reflètent fréquemment le contexte inflationniste. Si l'économie est aux prises avec une forte inflation, les taux seront beaucoup plus élevés.

permettent un rendement beaucoup plus intéressant. Et finalement, certains produits dérivés magnifient le rendement ainsi que le risque (effet levier). C'est pourquoi on les retrouve plus haut sur la ligne. Quant à l'unité de risque, numérotée de 0 à 11, il s'agit simplement de données arbitraires que nous avons choisies afin de faciliter la compréhension. Le risque demeure très difficile à quantifier. Par exemple, les actions se situent à un niveau de risque de 5,5 contre 2,2 pour les obligations. Les actions sont-elles 2,5 fois plus risquées que les obligations corporatives par exemple? Nous n'en savons rien. On utilise souvent des mesures totalement inappropriées pour quantifier le risque. La plus populaire constitue probablement la volatilité, d'où la création du populaire ratio « écart-type ». La volatilité ne concorde point avec le risque de perte permanente sur un titre boursier quelconque.⁴ En l'absence de ce ratio futile, il s'avère très difficile de juger le risque de façon précise. C'est pourquoi d'ailleurs tant de gens insistent sur l'utilisation d'un ratio facilement calculable, même si en réalité il n'améliore pas les rendements de l'investisseur.

Le graphique « rendement / risque » jouit d'une grande popularité auprès des planificateurs financiers et des institutions universitaires. L'idée s'avère simple : pour obtenir davantage de rendements, il faut assumer plus de risque. Le concept de la marge de sécurité remet ce principe en question. Nous croyons que tout l'attrait de notre philosophie repose sur la violation des lois théoriques (ou imaginaires) sur lesquelles ce tableau a été construit.

Afin de démontrer que tout risque plus élevé n'est pas nécessairement accompagné d'un gain potentiel proportionnel, analysons deux banques fictives dont les chiffres nous ont été inspirés par deux banques canadiennes réelles. Ces chiffres ont été modifiés, mais nous avons conservé les mêmes ordres de grandeur entre eux afin de préserver leur signification. De plus, ils proviennent des derniers rapports financiers disponibles au mois d'août 2008, soit au cœur de la crise financière. Notons qu'à cette époque, nous attachions encore plus d'importance à la solidité financière des entreprises, étant donné le contexte économique exceptionnel que nous vivions.

Analysons l'une de ces deux banques, que nous appellerons « banque 1 ». Nous allons ensuite illustrer son emplacement sur le graphique. La banque 1 constitue un bon exemple d'une situation de risque élevé, tout en présentant un potentiel de rendement élevé. Un comptable nous avait signifié à l'époque qu'il s'agissait d'un titre peu risqué, et qu'il avait atteint une

⁴ Imaginez un instant l'inutilité du ratio de l'écart-type pour évaluer le risque d'une entreprise comme Bear Stearns, qui a fait faillite en 2008.

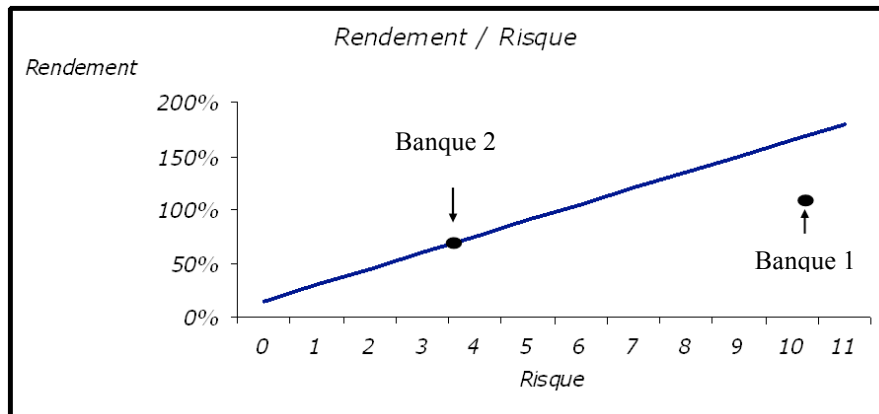
valeur « plancher ». Nous sommes encore mystifiés par ce genre de propos que nous entendons souvent, car ils ne sont pas appuyés par des faits, mais plutôt par des perceptions. Son argumentation venait en partie de la bonne tenue des banques lors des 10 dernières années. Ce comptable avait probablement lu à maintes reprises dans les médias que les financières constituaient des valeurs refuges, car elles payaient des dividendes stables. Or, on doit placer les banques dans leur contexte. Il s'agit d'entreprises très sensibles à l'économie. En temps de récession, le portefeuille de prêts peut subir de lourdes pertes. Dans certains cas, les banques peuvent cesser les versements de dividendes aux actionnaires, ce qui aurait pour effet de précipiter la valeur des actions à la baisse.

Au 31 mars 2008, la valeur nette de la banque 1 s'élevait à 20G\$, alors que les prêts affichaient un total de 250G\$. Dans les actifs, nous avons au moins 4,5G\$ d'intangibles, ce qui nous donne une valeur nette réelle de 15G\$. Donc, le ratio des prêts sur la valeur nette atteignait 16. Cela signifiait que s'il fallait enlever un peu plus de 6% des prêts, la compagnie aurait probablement été en situation de défaut. Quant à la réserve pour prêts (le montant mis de côté en cas de pertes), elle demeurait toujours en-dessous de 1% des prêts. Nous aurions préféré une valeur d'au moins 1,5%, surtout dans le contexte de l'époque (août 2008), où une récession au Canada s'avérait possible.⁵ Si la direction était particulièrement réputée pour être conservatrice et prudente, cette situation aurait été un peu moins préoccupante. Mais nous jugeons que la direction de la banque 1 affichait souvent trop de témérité. Elle acceptait trop souvent de s'adonner à des paris risqués. Qui plus est, les changements de dirigeants au sein de la banque étaient souvent dus à des confrontations personnelles entre des groupes de personnes. Lorsqu'un président entrait en poste, il avait l'habitude de congédier d'autres dirigeants, sans égard au talent ou aux compétences, d'après nos lectures. La banque serait alors un champ de bataille, un peu à l'image de la politique. Cela créait un environnement peu souhaitable pour les actionnaires.

Constatant ces faits, nous considérons que le risque en investissant dans cette banque était particulièrement élevé. Dans la prochaine section, nous discuterons du graphique Rendement / Risque, dans lequel nous pourrions situer la majorité des titres boursiers. Nous comparerons la banque 1 telle que nous la visualisons juste avant la crise financière de 2008-2009 avec une autre banque canadienne, afin de mieux comprendre comment on peut évaluer le risque.

⁵ À noter qu'au moment de réviser ces lignes, soit au mois de janvier 2013, le Canada fait toujours face à un risque de récession selon nous.

Analysons le tableau suivant :



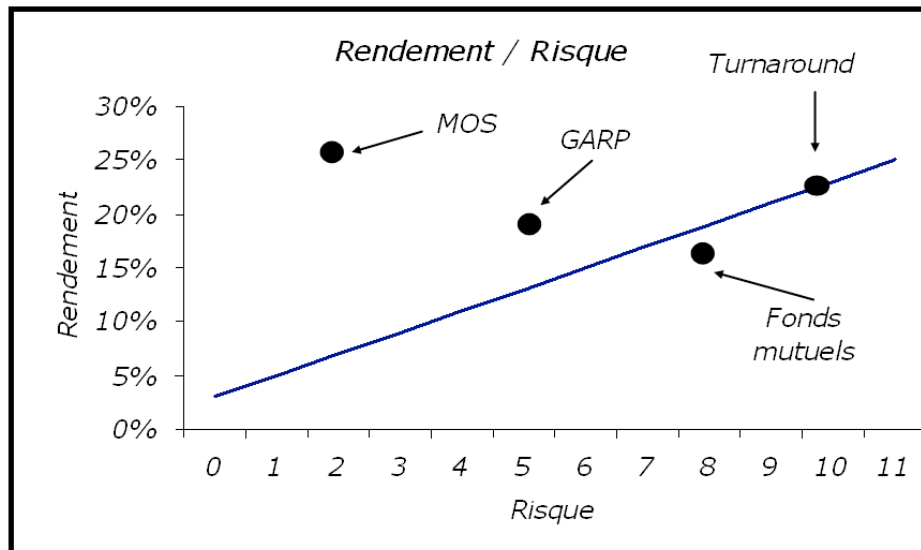
Que nous dit ce tableau? Que la Banque 2 était moins risquée que la banque 1 à notre avis. Cependant, cette dernière pouvait procurer un meilleur rendement si aucun événement négatif majeur ne frappe la société. Mais... nous avons délibérément placé la banque 1 sous la ligne droite, et non « sur » la ligne. Avons-nous triché? Sur le plan académique, c'est tout à fait le cas. Toutefois, selon notre propre perception, il s'agirait plutôt de la réalité. Plus de risque ne se traduit pas nécessairement par un rendement proportionnellement plus élevé. Si tel était le cas, il serait tout à fait inutile de chercher à dénicher des aubaines à la bourse. Il suffirait simplement d'investir dans des titres plus risqués!

Le graphique révèle que la banque 1 pouvait rapporter davantage, mais que la banque 2 présentait probablement un meilleur ratio rendement / risque. Donc, même si la banque 1 dégagerait un meilleur rendement dans le futur, on doit insister sur le « comment » et non seulement sur le « résultat ». Si on ne saisit point la façon dont un bon rendement a été produit, on court de sérieux risques de subir d'importantes pertes permanentes au sein de notre portefeuille dans le futur.

Nous avons donc la preuve que le « comment » du rendement obtenu est encore plus important que le résultat final. En effet, tout le questionnement quant au rendement repose sur les probabilités de pouvoir le reproduire. Lorsque vous entendez parler d'un gagnant de la loterie, vous n'aurez pas nécessairement le réflexe d'aller acheter massivement tous les billets que vous pourrez trouver. Vous connaissez les statistiques. Le risque de perdre tout l'argent investi est trop élevé.

À la bourse, cette réalité échappe à bien des investisseurs. Pour chaque titre boursier sur les marchés, on pourrait trouver sa place sur le graphique du rendement / risque, après une brève évaluation.

Voici maintenant un graphique que l'on ne retrouve point dans les universités, mais qui selon nous représente la réalité au niveau des différentes façons d'investir selon le rendement espéré et le risque à assumer :



Commençons par analyser le « turnaround ». Il constitue des situations de revirement. Habituellement, ce genre de titre présente un risque assez élevé, car il peut s'agir d'une compagnie en restructuration, dans laquelle la direction tente de recouvrer la profitabilité. Si le plan mis en place par la direction fonctionne et se déroule comme prévu, le rendement sera substantiel. En cas d'échec, les pertes seront lourdes. La société d'assurance **AIG** se trouvait dans une telle situation durant la crise de 2008-2009 (malheureusement, dans le cas de ce titre, le risque s'avérait tellement élevé que le point serait probablement plus à droite, et plus haut pour tenir compte du profit potentiel). Au moment de réviser ces lignes (janvier 2013), nous constatons que la société a subi une importante restructuration forcée par le gouvernement. Les « turnarounds » peuvent donc se retrouver tout aussi bien au-dessus de la ligne qu'en-dessous. Toutefois, le point correspondant fera nécessairement partie de la région située à la droite du graphique. Un point en haut de la ligne indique que la stratégie d'investir

dans les turnarounds constitue un investissement judicieux⁶, suffisamment pour obtenir un rendement supérieur à la moyenne. À l'inverse, un point en dessous de la ligne indique que l'on assumerait un risque trop élevé par rapport aux profits espérés.

Les fonds mutuels ont été classés de manière très générale. Comme ils tentent trop souvent de recopier les indices, ils ont été placés près de la ligne. Cependant, nous les avons placés un peu plus bas. C'est pour prendre en ligne de compte les frais de gestion. Comme beaucoup d'entre eux sous-performent par rapport aux indices, cet emplacement nous apparaît logique.

Les deux méthodes les plus intéressantes pour nous constituent le point GARP et le point MOS. Ils représentent deux styles de gestion très différents, mais ces deux méthodes sont utilisées par M. Warren Buffett. GARP signifie en anglais : Growth at a reasonable price. En français, ce serait : « croissance à prix raisonnable ». Parfois, on appelle « garpistes » les gestionnaires qui le pratiquent. Nous devons préciser que la philosophie GARP nous intéresse dans la mesure où l'on s'en tient à des entreprises dont la rentabilité est supérieure à la moyenne.

Dans l'entreprise Berkshire Hathaway, Buffett est limité dans ses choix à la bourse. Détenant d'importantes liquidités à déployer, il cherche à investir dans des compagnies comportant principalement ces trois critères : une taille significative, une bonne croissance des revenus et des profits ainsi qu'une rentabilité intéressante. En plus de ces trois critères, il exige un bon prix pour acquérir une telle compagnie. Warren sait fort bien qu'il lui sera toujours difficile d'obtenir ce genre de compagnie à prix d'aubaine, car des millions d'investisseurs, analystes et autres professionnels surveillent leurs titres. Comme le nom l'indique (GARP), on cherche à acquérir des compagnies en croissance à prix raisonnable, ce qui sous-entend que trop souvent, elles se transigent à des prix « déraisonnables ». Plus un gestionnaire gère un gros montant d'argent, moins le rendement potentiel sera intéressant. La raison réside dans le fait que les titres à prix raisonnables qu'il peut acheter seront disponibles en quantités limitées par rapport à la taille du portefeuille sous gestion. Donc, le point GARP pourrait être placé différemment dans le graphique, selon l'ampleur du montant à gérer. Plus un portefeuille est gros (exemple : quelques dizaines de milliards de dollars), plus le point se situera près de la ligne.

⁶ Nous sous-entendons une stratégie répartie sur plusieurs investissements. Il s'agit ici d'une question de probabilité. Certains turnarounds aboutiront en un succès, d'autres se solderont par des échecs. Si le rendement des réussites compense amplement pour les échecs, la stratégie dans son ensemble s'avèrera un succès.

Le point le plus intéressant pour nous : le MOS (margin of safety). Comme on le constate, il est situé dans la partie supérieure gauche du graphique. Buffett a longtemps lui-même géré son portefeuille personnel de cette façon. Il en était également ainsi pour ses partnerships entre 1956 et 1969.⁷

Le MOS procure un rendement élevé, avec moins de risque. Comment cela est-il possible? Comment peut-on défier de façon aussi drastique les lois scolaires en matière de rendement / risque? Deux grandes raisons, entre autres, permettent cette anomalie :

- Un portefeuille de taille modeste (quelques millions de dollars)
- L'impopularité temporaire de certains titres

Un portefeuille de taille modeste permet de profiter des écarts de prix entre la valeur marchande boursière et la valeur intrinsèque chez les petites sociétés. Ces dernières vont être souvent délaissées par les fonds mutuels et les structures financières gérant d'importantes sommes d'argent. Par exemple, un fonds de 500 millions de dollars peut difficilement acquérir une part significative des actions d'une société dont la valeur boursière ne dépasse pas 50M\$. Si l'acquisition de seulement 10% des actions suffit à faire monter le titre, les gestionnaires du fonds constateront rapidement l'important inconvénient de détenir beaucoup d'argent à gérer!

Acheter 10% des actions de la petite société résulterait à une position mineure de 1% du fonds. L'impact des rendements de ce titre sur le fonds demeurerait négligeable. Si l'on souhaitait augmenter l'investissement jusqu'à 5% du fonds, on se retrouverait avec un problème insurmontable. Les 25 millions de dollars à déployer représenteraient 50% de toute la valeur de la société. Cela deviendrait donc une prise de contrôle, ce qui impliquerait toutes sortes de considérations autres que le simple fait d'investir dans une société en bourse.

À l'opposé, un gestionnaire à la tête d'un portefeuille modeste d'un million de dollars n'aura aucune difficulté à investir 10% des actifs du fonds dans ce titre. Les 100 000\$ requis ne

⁷ M. Buffett a instauré son premier partnership en 1956. La structure ressemblait à celle d'un fonds mutuel. Il amassa 105 000\$ pour démarrer son premier partnership, ce qui correspond à environ 900 000\$ en dollars de 2013. En 1969, Warren Buffett décida de cesser les opérations de ses partnerships. Ne trouvant plus d'occasions sur le marché boursier (il estimait que ce dernier était trop cher), il laissa le choix aux partenaires de convertir leurs unités de partnership en actions de Berkshire Hathaway, ou de recevoir un chèque au montant de leur investissement respectif. Après 13 ans d'opérations, son rendement moyen annuel a été de 29,5%, et le total sous gestion s'élevait à 10,5 millions de dollars (ce qui correspond à environ 66 millions en dollars de 2013).

représenteraient que 0,2% de la valeur boursière de la société. Le gestionnaire peut donc en acheter et en vendre à sa guise.

Uniquement pour cette raison, le petit investisseur dispose véritablement de la possibilité de profiter d'opportunités qui échappent aux grands fonds. Évidemment, la courbe « rendement / risque » ne tient nullement compte de cette réalité.

La deuxième grande raison réside dans le fait que les médias arrivent à amplifier les bonnes et les mauvaises nouvelles avec une efficacité surprenante. Ainsi, un titre fortement suivi sera fortement affecté à la baisse si une panique généralisée se propage au sein de la population et parmi les investisseurs. Comme beaucoup de ces derniers ne lisent pas les états financiers des sociétés dans lesquels ils placent leurs capitaux, ils peuvent se laisser influencer aisément.

Dans bien des cas, cette influence exercera un effet à la hausse, comme dans le cas d'une entreprise qui devient publique pour la première fois. Dans d'autres cas, les rumeurs et commentaires véhiculés dans les différents médias créeront un climat de panique exagéré. Lorsqu'un titre populaire est frappé par ce type de panique, l'investisseur avisé peut y trouver temporairement une opportunité d'investir à un prix offrant à la fois un potentiel élevé et un risque minime. Dans un tel cas, la courbe « rendement / risque » ne peut pas s'appliquer.

Dans le chapitre 10, nous discuterons en détail des raisons qui nous poussent à croire que la méthode basée sur la recherche de titres avec beaucoup de MOS procure de meilleurs rendements à long terme qu'une certaine méthode que nous appelons "GARP", tout en assurant un niveau de risque moindre.

Revenons maintenant à notre courbe rendement / risque. Illustrons le cas du titre de MasterCard, selon son prix entre 2010 et 2012.

Nous pensions que la société valait raisonnablement 20 fois les profits. Sa valeur intrinsèque pouvait peut-être se justifier jusqu'à 25 fois, mais nous entrons ici dans le domaine de la subjectivité. Nous préférons penser que 20 fois s'avérait nettement suffisant, alors qu'une personne plus téméraire n'aurait eu aucune difficulté à justifier une évaluation plus généreuse.

MasterCard présentait des caractéristiques qui en faisaient une société intéressante à plusieurs égards. Elle jouissait d'un modèle d'affaires qui requérait très peu de dépenses pour maintenir

ses opérations. La société concluait des accords avec les banques de partout à travers le monde afin d'étaler l'acceptation de la carte dans le plus grand nombre de commerces possible. Ensuite, les banques signaient des ententes avec les commerçants qui souhaitaient offrir ce mode de paiement à leurs clients.

Contrairement à ce que plusieurs investisseurs pourraient penser, MasterCard ne constituait en aucun cas un prêteur auprès des utilisateurs de sa carte. Cette tâche était réservée aux banques. Donc, MasterCard n'assumait pas de risques de crédit. La société devait surtout s'assurer de l'intégrité du système. Elle veillait à ce que chacun des partis suive les règles de transferts de paiement entre eux. Elle prenait également en charge la mise en marché, notamment par le biais de la publicité.

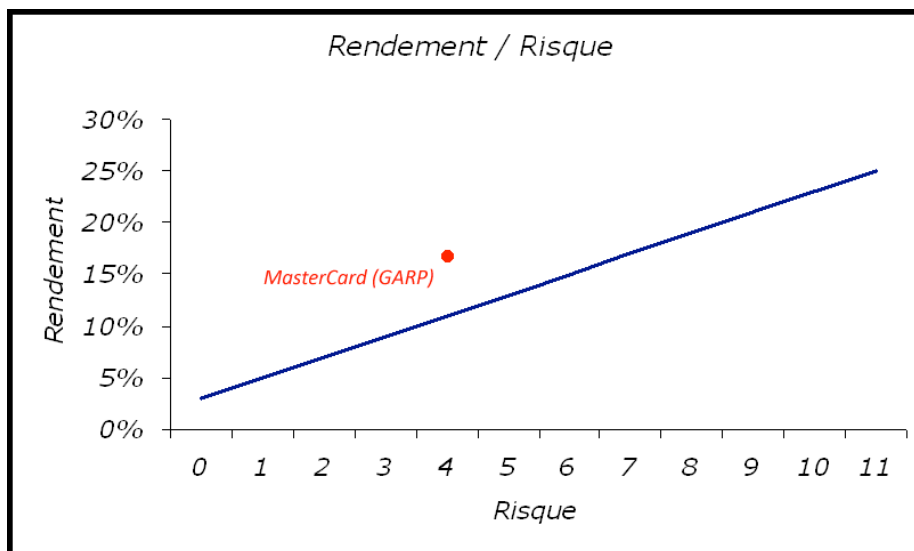
Plus le réseau prenait de l'ampleur, plus la publicité devenait efficace, puisqu'elle s'adressait à un marché d'envergure. Par conséquent, les activités de MasterCard représentaient peu de risques pour l'actionnaire. Il s'agissait probablement d'un des meilleurs modèles d'affaires existants au monde, surtout dans le contexte où Visa et elle-même formaient un duopole comportant une solide barrière à l'entrée. Qu'en est-il donc pour l'actionnaire qui aurait souhaité acheter son titre à la bourse?

Peu importe la solidité et les perspectives d'une entreprise, on doit toujours considérer l'évaluation. Cette dernière peut à elle seule anéantir tous les avantages et les forces d'une société, et même créer des risques importants en cas d'importante surévaluation. Comme nous le disions plus haut, nous considérions que 20 fois les profits pour le titre constituait une évaluation raisonnable.

La société dégageait des profits « relatifs » au-dessus de la moyenne des sociétés composant le S&P 500. Peu de sociétés pouvaient se vanter d'afficher une croissance constante, avec un rendement sur l'équité surpassant les 15%. Ainsi, on peut souhaiter investir dans un titre à 20 fois les profits, le conserver pendant 10 ans, pour ensuite le revendre à nouveau à 20 fois les profits. Si la société dégageait un rendement sur l'équité de 20%, et que tous les profits étaient automatiquement réinvestis dans la croissance, on s'attendrait à un rendement d'environ 20% par an en moyenne.

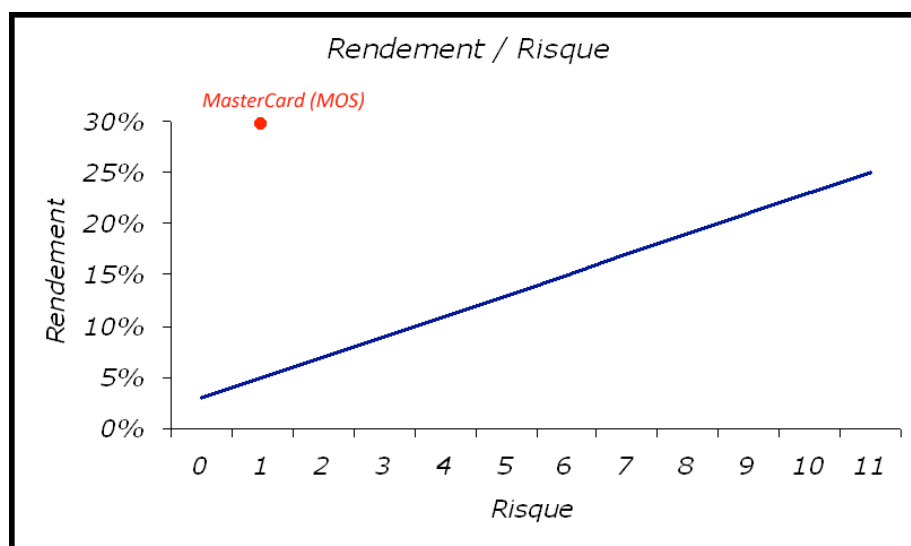
Bien sûr, toutes sortes de circonstances peuvent survenir, et entacher cette belle perspective. Si un scandale avait éclaté au sein de la société, son titre aurait pu dégringoler à 10 fois les profits. À moyen terme, la société aurait souffert des conséquences d'une image ternie à jamais. Dans un tel contexte, l'investisseur encourait un risque non négligeable. La question résidait à savoir si les perspectives de profits compensaient pour ce genre de probabilités.

Admettons que 20 fois les profits s'avérait un point d'entrée intéressant pour le titre, nous pourrions affirmer que nous nous attendions à un rendement supérieur au marché en général, que l'on représentait par les indices boursiers les plus importants. Sur la courbe du rendement / risque, ce point se situerait à l'endroit suivant :



Remarquez que le point se trouve au-dessus de la courbe. S'il était plutôt directement sur celle-ci, l'expectative de rendements correspondrait à celle du marché. Ainsi, ce titre n'offrirait rien de plus que tous les autres titres existants au sein de l'indice boursier de référence. En tant que société comportant des caractéristiques supérieures, un prix raisonnable procurait un rendement potentiel plus élevé, jumelé avec un risque moindre.

Maintenant, allons plus loin en analysant la société au moment où son titre se transigeait à 190\$. À ce prix, il rencontrait tous les critères exigés pour en faire un « fat pitch ». Nous avons une magnifique opportunité à notre portée :



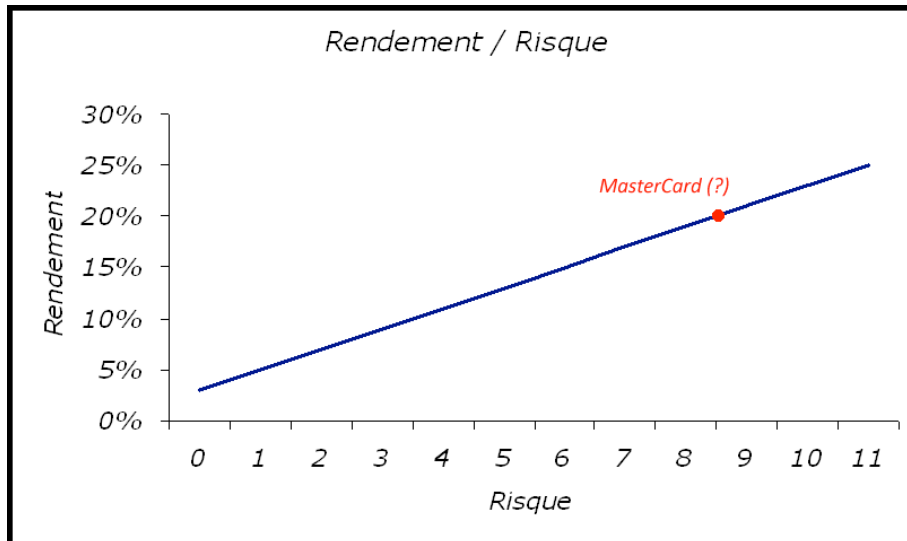
Celui-ci était affecté par la mauvaise presse. Le gouvernement voulait légiférer sévèrement à son endroit, en coupant les frais pouvant être prélevés sur les cartes de débit.

L'évaluation avait fondu pour atteindre 12 fois les profits. Comme MasterCard possédait une généreuse encaisse et qu'elle bénéficiait d'une croissance de ses profits avec très peu d'investissements en capital, nous estimions sa valeur à 20 fois. Nous nous retrouvions donc avec un escompte d'au moins 40%.

Le modèle d'affaire de la société nous procurait une marge de sécurité à faire rêver. Mastercard n'avait pas à réinvestir d'importants capitaux afin d'étendre son réseau. Ses coûts fixes demeuraient minimes, et toute croissance des ventes se traduisait par une augmentation significative des profits. Ses marges de profits s'amélioraient avec régularité. Cette particularité pouvait facilement s'observer en analysant les années passées. On pouvait voir clairement la tendance. Donc, nous considérions qu'au prix de 190\$ en 2011, la société constituait un fat pitch, malgré le risque de changement dans la réglementation. Notons que cette dernière ne concernait que le territoire américain, alors que plus de 50% des revenus de la société provenait de l'extérieur du pays.

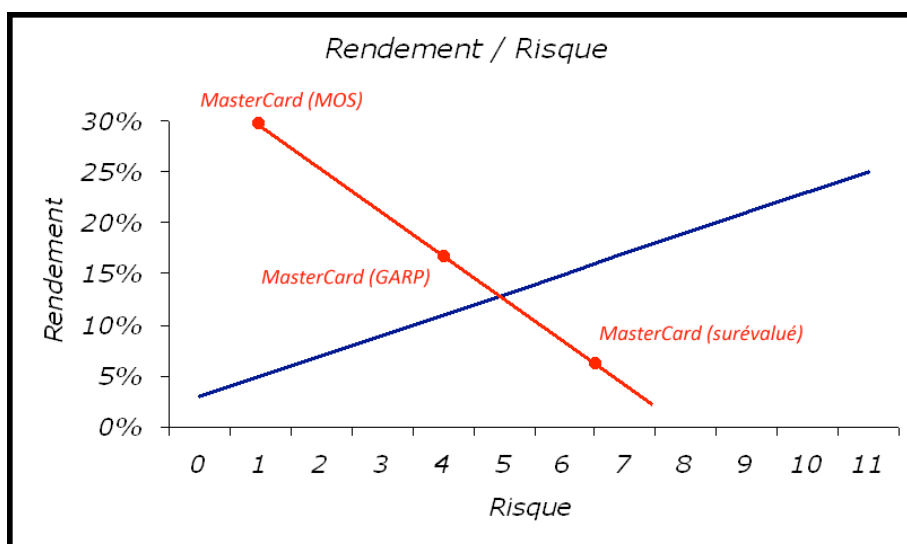
Comment les événements se sont-ils déroulés? Les poursuites du gouvernement à l'encontre de la société se terminèrent mieux que prévue pour elle. Comme elle continuait d'engendrer d'importants profits en hausse, son titre s'envola. À environ 450\$, le titre avait atteint notre valeur intrinsèque estimée. Et comme tout bon titre qui connaît une belle montée, le prix finit par surpasser cette valeur.

Sur la courbe traditionnelle telle qu'enseignée dans nos écoles, le point devrait nécessairement être placé davantage vers la droite afin de refléter le risque accru par l'évaluation plus élevée.



Toutefois, procéder ainsi nous oblige à également lui attribuer un meilleur potentiel de rendement. Dans la réalité, nous savons fort bien qu'il n'en est rien. Pour refléter la diminution des rendements espérés, le point doit se situer plus bas.

Nous avons reproduit ici le point qui représenterait le titre de Mastercard lorsqu'il se transige à un prix supérieur à sa valeur intrinsèque (surévalué). Nous avons également tracé les autres points afin de rétablir l'ensemble du contexte :



Comme on le voit bien, le point se situe sous la courbe, ce qui indique que le rendement potentiel ne compense point pour le risque assumé. Les différents points dont nous avons discutés jusqu'à présent (le MOS, le GARP et le point de surévaluation) forment en fait une courbe plus ou moins perpendiculaire à la courbe traditionnelle.

Tout étant égal par ailleurs, un prix moindre commande un rendement potentiel plus élevé et un risque amoindri. Nous pourrions appliquer une logique similaire aux obligations selon les taux d'intérêts.

Lorsque les taux d'intérêts atteignent un creux, un risque important subsiste pour les obligations à long terme. Leurs détenteurs courent la possibilité de voir leur pouvoir d'achat s'éroder, alors que l'inflation pourrait surpasser le rendement de leur investissement. Donc, lorsque les actions se transigent à des prix dérisoires, alors que les obligations jouissent de riches évaluations dues aux bas taux d'intérêts, les actions deviennent logiquement la catégorie la plus sécuritaire.

6. LE BILAN DE LA COMPAGNIE COMME COLLATÉRAL

« *Toujours garder la porte arrière ouverte.* »

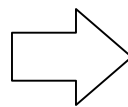
- Kirk Kirkorian

M. Kirkorian est un milliardaire qui a fait fortune, entre autres, avec la reprise de Chrysler dans les années 1990 (le profit gagné, à travers sa compagnie, s'élevait à plus de 4 milliards de dollars). Il était un bon négociateur. Il avait comme principe de toujours avoir un plan B sous la main, dans tout ce qu'il entreprenait. C'est ce qu'il entend par « garder la porte arrière ouverte ». Par exemple, s'il négociait l'achat d'avions qu'il prévoyait vendre par la suite, il planifiait une utilisation alternative (la location des avions par exemple) s'il n'arrivait pas à les vendre à bon prix. Pour vraiment s'assurer qu'il ne serait pas perdant en cas de pépin, il négociait aussi avec le manufacturier, afin que celui-ci reprenne les avions à un prix déterminé s'il souhaitait s'en débarrasser. L'idée est simple : toujours prévoir une porte de sortie en cas de mauvais scénario.

Hélas! Dans le domaine de l'investissement boursier, on néglige trop souvent cet aspect. Pour mieux comprendre comment on peut se protéger en cas de mauvais scénario, prenons l'exemple typique d'une banque.

Les banques canadiennes sont particulièrement réputées pour leur conservatisme en matière de collatéral (ce terme réfère à l'actif utilisé pour supporter le prêt en cas de défaut de paiement). Si vous n'avez pas d'actifs à donner en garantie (une maison, un immeuble, une voiture), elle sera souvent réticente à prêter une somme importante. L'actif qui sert de collatéral constitue le plan B des banques :

PRÊT :
LTV 80%



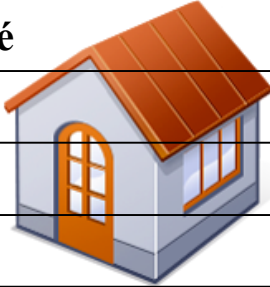
Le terme LTV réfère à « loan to value ». Il s'agit du pourcentage du montant du prêt sur la valeur marchande de la maison. Si la valeur de la maison diminue de 20%, le prêt est encore couvert, car la valeur qu'on pourrait obtenir en la revendant surpasse toujours le montant du prêt. Donc, si l'emprunteur démontre de la difficulté à rencontrer ses paiements, la banque prévoit la saisie de la maison. C'est de cette façon qu'elle réduit substantiellement le risque.

1.1. Le risque avec les collatéraux n'est pas linéaire

Dans le cas où un actif est donné en collatéral, on constatera que le risque n'est pas réparti de façon égale. Un prêt comportant un ratio LTV de 40% (on prête seulement 40% de la valeur de la maison) par rapport à 80%, ne présente pas un risque deux fois moindre, mais peut-être 4 ou 5 fois moindre. Pour bien comprendre ce principe, séparons le prêt en plusieurs tranches, et supposons que la maison servant de collatéral affiche une valeur de 250 000 \$.

Pour notre exemple, nous allons discuter de « titrisation ». C'est de ce procédé qu'ont été créés les fameux papiers commerciaux. Ici, la banque crée un prêt, mais ne désire pas le conserver à son bilan, préférant le revendre avec profit.

Au lieu de vendre le prêt en entier, on préférerait le morceler en plusieurs catégories. Un LTV de 80% correspond à un prêt de 200 000\$ pour une maison en garantie de 250 000\$. Agissons comme dans la merveilleuse ère qui prévalait AVANT la crise du crédit, où l'on séparait les prêts, pour les vendre selon leur degré de risque. Le schéma qui suit illustre le morcellement. Si vous aviez à choisir une tranche, laquelle choisiriez-vous? C'est avec les différentes tranches qu'on arrive à créer différentes catégories de papiers commerciaux. Chaque tranche détient un niveau de risque différent.

Risque exponentiel : Tranche 1	Très élevé	
Tranche 2	Élevé	
Tranche 3	Moyen	
Tranche 4	Nul	

Tranche 1 :	200 000\$ à 150 000\$
Tranche 2 :	150 000\$ à 100 000\$
Tranche 3 :	100 000\$ à 50 000\$
Tranche 4 :	50 000\$ à 0\$

La première tranche réfère aux premiers 50 000\$ d'emprunt. Quelles sont les chances de perdre de l'argent? Comme il s'agit du premier 50 000\$, cette tranche s'avère vulnérable : dès qu'il y a défaut, elle absorbera toute perte le cas échéant. Considérons un scénario pessimiste où l'emprunteur ne rencontre plus ses paiements, et la maison ne vaut que 120 000\$ à la revente.

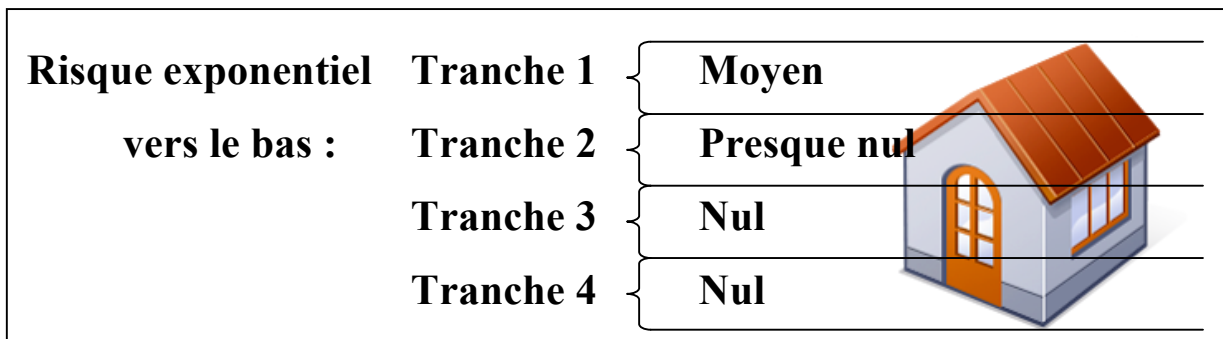
À ce prix, la tranche vaut 0\$. En effet, il faudrait obtenir au moins 200 000\$ pour la maison afin de récupérer sa mise. À un prix moindre, on perd au moins une partie du capital, alors qu'à 150 000\$, c'est tout le capital qui est perdu.

Toujours dans le cadre de notre scénario pessimiste (revente à 120 000\$), on récupère un peu d'argent pour la 2^e tranche (150 000\$ à 100 000\$). La perte gruge 60% du capital, soit la différence entre 150 000\$ (la borne supérieure) et le produit de vente de la maison (120 000\$).

Cette situation est très plausible. Habituellement, les gens qui ont de la difficulté à payer leur maison cesseront rapidement de l'entretenir, faute de moyens. Le temps passe et l'habitation se détériore lentement. C'est pourquoi la valeur marchande peut diminuer considérablement au moment de la revente. En outre, dans un marché peu favorable aux vendeurs, il faudra abaisser le prix suffisamment pour trouver un acheteur rapidement.

Quant à la troisième tranche, une revente à 120 000\$ assure une récupération totale. Mais la tranche la plus intéressante constitue évidemment la dernière. Si nous avons la certitude de revendre la maison à 50 000\$ et plus, le risque est totalement nul.

Le graphique suivant reprend les mêmes tranches, mais avec un LTV de 40%. Cela signifie qu'on prête 100 000\$, pour la même maison qui vaut toujours 250 000\$. On constate que c'est la taille de l'actif donné en collatéral par rapport au prêt qui réduit considérablement le risque.



Dans ce schéma, chaque tranche correspond à 25 000\$ de prêt (soit 100 000\$ divisé en quatre). La première tranche correspond à la borne supérieure de 100 000\$ jusqu'à la borne inférieure de 75 000\$. Pour perdre de l'argent avec une telle tranche, la maison doit être revendue à un prix inférieur à 100 000\$. Nous avons indiqué un risque moyen pour cette tranche, tout comme la troisième tranche du premier schéma (LTV à 80%), car elles se ressemblent. On peut constater à quel point le risque est réduit lorsque la banque prête un montant moindre.

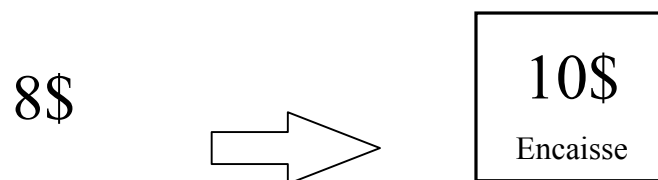
Comme on le sait, Fannie Mae et Freddie Mac se sont effondrées récemment (lors de la rédaction de ce texte, nous étions en août 2008). Cependant, ces compagnies ont déjà fait preuve de beaucoup de prudence. Par exemple, en 1990, le LTV de Freddie Mac atteignait seulement 50%, ce qui ressemblait au schéma ci haut. Pour chaque 1\$ de prêt, la compagnie détenait 2\$ en collatéral. Cependant, le ratio LTV était nettement plus haut ces dernières années, rendant les risques de catastrophes à un haut niveau en cas de récession.⁸

Il est important de noter que le risque varie de façon exponentielle entre les tranches du prêt. La dernière tranche présente un risque nul, alors que la première tranche présente un certain risque. Donc, le risque de la première tranche est infiniment plus élevé. Dans le même ordre d'idée, une banque prêtant avec un ratio LTV de 80% prend peut-être deux fois plus de risques

⁸ Warren Buffett avait prévu le coup. En 2000, il vendit Freddie Mac et Fannie Mae, car il estimait que les risques étaient devenus trop élevés. Il finit par avoir raison huit ans plus tard.

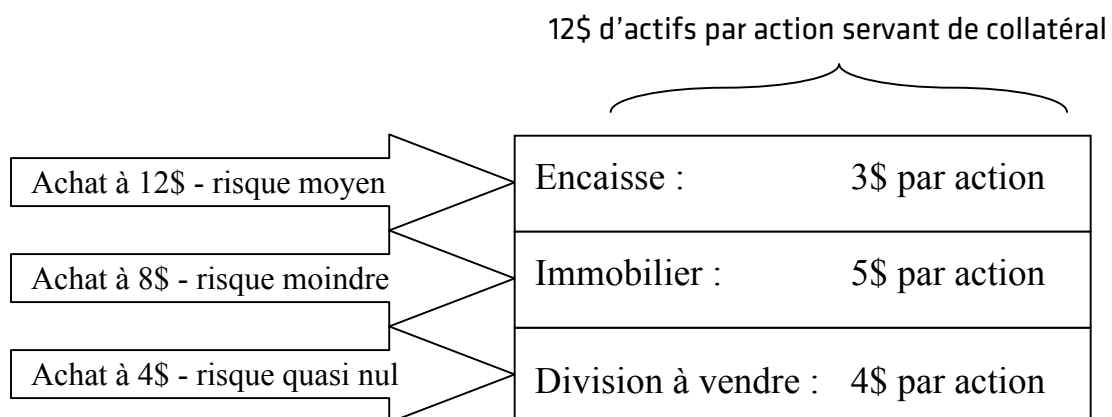
qu'une autre dont le ratio LTV serait de 60% (et non pas 25% moins de risque, comme le supposerait le calcul de 60 sur 80).

Comment appliquer cette théorie aux actions? Tout comme les banques, nous aimons rechercher des titres qui offrent une certaine garantie, ou un plan B en cas de revirement. Plus le prix est bas, plus le risque est exponentiellement plus bas lorsqu'un certain collatéral est présent. Un exemple simple constitue l'encaisse d'une entreprise. Si celle-ci détient 10\$ d'encaisse par action, et que l'on paie seulement 8\$ pour acquérir le titre, les risques sont très faibles.



Il subsiste toujours un risque. La direction pourrait dilapider l'encaisse rapidement. Mais elle pourrait aussi verser un généreux dividende de 10\$ par action. Non seulement on réduirait à 100% le risque, mais on obtiendrait un rendement systématique de 25%, tout en ayant encore les actions de l'entreprise.

Voici un exemple courant avec une série d'actifs composant le collatéral, ainsi que le niveau de risque selon le prix payé :



Le collatéral que nous avons choisi pour notre exemple est composé de plusieurs actifs. Nous avons 3\$ en encaisse d'argent liquide dans la compagnie. Elle détient également 5\$ par action en immobilier. L'immobilier ici peut servir de collatéral lorsqu'une alternative d'utilisation

autre que les activités de l'entreprise est disponible. Par exemple, si vous aviez un immeuble et que vous perdiez un locataire, ce n'est pas bien grave. Vous allez le remplacer par un autre. Cependant, si vous avez une usine de voitures, et que vous cessez les opérations, vous pourriez à avoir à déboursé une somme gigantesque pour changer la vocation de l'usine. Comme elle a été conçue pour satisfaire le besoin de l'entreprise (la fabrication de véhicule), il est difficile de trouver une autre entreprise qui fabriquera la même chose, de la même manière. D'importantes modifications à l'usine seraient requises, à un point tel qu'il est souvent moins coûteux de tout simplement détruire la bâtisse et en reconstruire une nouvelle. C'est pourquoi l'immobilier servant de collatéral doit offrir une alternative. Pour les banques, cette alternative consiste à revendre la maison à d'autres personnes. S'il s'agissait d'une usine, les chances de récupérer leur capital s'avèreraient très minces!

Quant à la division à vendre (4\$ par action), il s'agit d'un montant qui sera affecté à l'encaisse une fois vendue. Il faut bien sûr savoir à l'avance comment se déroulera la transaction. Si la vente de la division n'affecte en rien les ventes et les profits futurs de la compagnie, on peut considérer que sa vente future apportera une sécurité additionnelle en cas de scénario pessimiste.

Nous avons établi trois scénarios, différenciés par le prix d'achat. En achetant à 12\$, on supporte un certain risque. Par exemple, si la compagnie perdait de l'argent dans les mois suivant l'achat, l'encaisse pourrait être moins élevée (le collatéral serait partiellement grugé). Si on achète à 8\$, un coussin de 4\$ supporte un certains nombres d'imprévus. Quant au troisième scénario, il est difficile d'imaginer comment on peut perdre de l'argent en acquérant à 4\$, une compagnie supportée par 12\$ d'actifs solides par action.

On peut affirmer avec certitude qu'un achat à 4\$ sera bien moins risqué qu'à 12\$. Cependant, le risque ne sera pas nécessairement 3 fois moins élevé, même si le prix est effectivement 3 fois moins élevé. Comme le collatéral couvre entièrement le prix d'achat, le risque est peut-être 10 fois moins élevé. C'est ce que nous avons voulu démontrer dans ce chapitre.

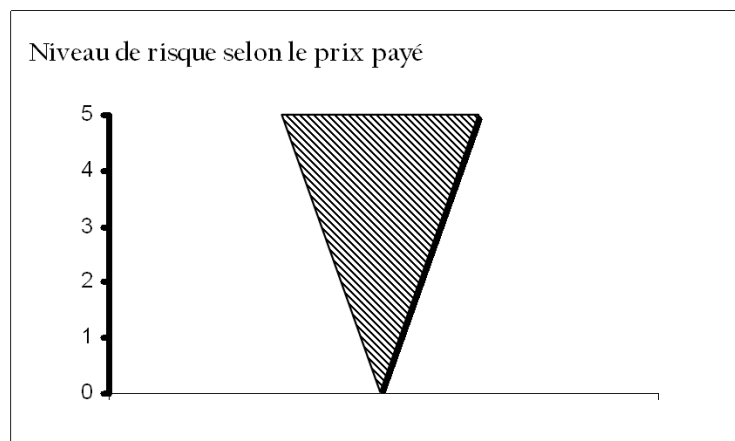
1.2. Les compagnies solides sans actifs en collatéraux

Achetons-nous des compagnies sans avoir un actif tangible pour les supporter? Oui bien sûr. Le présent chapitre veut démontrer qu'un prix inférieur pour un titre ajoute du MOS. On peut

très bien investir dans une compagnie dont les profits sont d'une exceptionnelle qualité (profit stable, réel, et conservateur), à un prix d'aubaine. Dans ces conditions, le bilan est moins important. BMTC (Brault et Martineau), quand le titre se transigeait à prix d'aubaine en 2002, constitue un bon exemple. Cependant, le bilan est TOUJOURS important, en ce sens qu'un bon bilan augmente considérablement la marge de manœuvre des dirigeants.

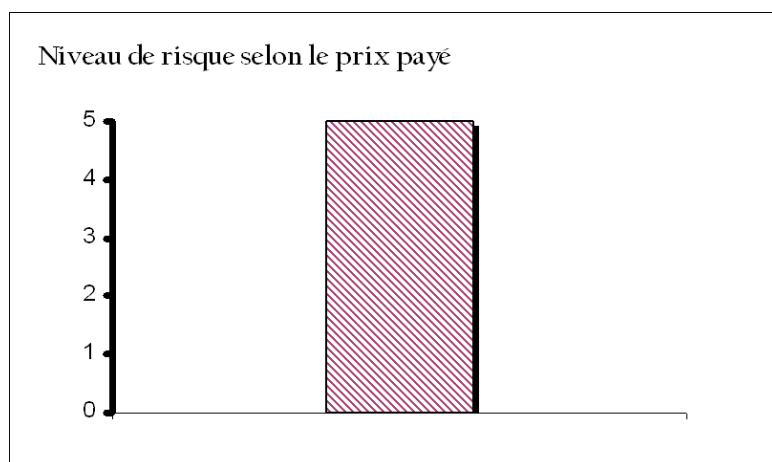
Dans le cas de BMTC, l'absence de dettes, l'existence d'une bonne encaisse, ainsi que le conservatisme de son président M. Desgroseillers constituaient des éléments diminuant le risque. En outre, M. Desgroseillers détenait une grosse participation dans sa compagnie. Il n'avait pas intérêt à faire des conneries avec l'entreprise. Bien qu'il ne s'agisse pas d'un actif servant de collatéral, nous le considérons grandement. Il existe donc des facteurs tangibles et intangibles pour supporter un titre, et ainsi rencontrer nos critères de MOS. Les fausses aubaines : à éviter à tout prix

Si on devait illustrer le risque seulement (et non le rendement) d'un titre avec beaucoup de MOS, selon le prix, nous obtiendrions le graphique suivant :



Comme on peut le constater, plus le prix est bas, moins le risque est élevé. L'échelle de 0 à 5\$ représente le prix. La longueur de la zone grise hachurée correspond au risque assumé. Si on payait 0\$ pour les actions alors qu'elles ont tout de même une certaine valeur, il est facile de comprendre que le risque est nul.

Voici maintenant un autre graphique représentant le risque :



Selon le graphique, peu importe le prix payé, le risque demeure toujours le même (à moins de payer 0\$). Comment est-ce possible? Il s'agit des situations de tout ou rien. L'opposé du MOS constitue toutes les situations précaires où le moindre revirement cause la perte d'une compagnie.

La compagnie AIG au mois d'août 2008 peut représenter un bon exemple. L'effet levier présent sur le bilan réduisait considérablement la marge de manœuvre de la compagnie. Avec seulement 78 milliards de dollars pour supporter 1000 milliards en actif, il fallait seulement une baisse de 7,8% dans la valeur des actifs pour enrayer tout l'avoir. Cette réalité ne changeait pas avec le prix payé. Que l'on acquiert AIG à 100\$, à 50\$, ou à 15\$, le risque de tout perdre demeurerait. C'est pourquoi le risque demeurerait presque constant, peu importe le prix; alors que normalement, le risque aurait diminué de façon exponentielle conjointement avec la baisse du prix.

Les titres présentant un tel profil de risque sont souvent confondus avec les aubaines. Lorsque l'on suit un titre dont le ratio cours/bénéfices s'est situé autour de 20 pendant des années, et que soudainement, ce ratio dégringole à 6, plusieurs gestionnaires se laissent prendre au piège. Ils sont éblouis par le rendement passé de la compagnie, ainsi que l'impression de solidité évoquée par la marque. Countrywide Financial⁹ tombait dans cette catégorie, comme bien des banques. Le succès passé d'une compagnie influence grandement sur la prise de décision, même lorsque la société connaît de sérieuses difficultés. Fréquemment, il arrive qu'on sente

⁹ Countrywide Financial a été sauvée de justesse en étant acquise par Bank of America en janvier 2008. Un gestionnaire new-yorkais avait acheté le titre durant sa débandade, pensant que Countrywide se remettrait de ses difficultés. Nous croyons qu'il avait été simplement aveuglé par le faible prix. Pendant longtemps, les titres financiers s'étaient transigés à fort prix. Lorsque la crise survint, l'effondrement de ces titres a fait saliver plusieurs gestionnaires.

une opportunité, en pensant que ce sera temporaire. Les commentaires du genre « trop gros pour disparaître » ou « le titre ne s'est jamais transigé à un prix aussi bas! » refont surface et biaisent le jugement de bien des investisseurs, qu'ils soient professionnels ou non.

Lorsque Buffett acheta des actions du Washington Post à 27\$ en 1973, il savait apprécier la qualité de la compagnie. Son bilan était solide et il savait que les gens n'allaient pas cesser d'acheter des journaux du jour au lendemain, malgré la récession. La force du bilan servait de collatéral dans ce cas précis. Si la compagnie était fortement endettée, un risque important aurait persisté, peu importe le prix.

Lorsque le titre chuta davantage à 23\$, il décida de racheter 2 fois plus d'actions qu'à 27\$. Et lorsque le titre poursuivit sa descente pour atteindre les 20\$, il racheta 5 fois plus d'actions que lors de l'achat initial. Plus le titre descendait, plus il était excité. Son gain potentiel augmentait, et son risque diminuait.

Ce n'est pas le cas avec une compagnie endettée. Si la compagnie tombe en faillite, plus vous achetez des actions, plus vous perdez! Car à chaque fois, la totalité de la mise est dilapidée. Éviter les compagnies trop endettées s'avère si important! Jamais nous ne pourrions assez insister sur ce point.

Pour conclure, notons qu'investir dans une compagnie à fort potentiel, et à fort risque (trop endettée) peut parfois s'avérer un choix intelligent. C'est alors une situation de tout ou rien. L'avantage d'investir dans les actions, c'est que le maximum que l'on peut perdre correspond à la mise de fonds (le prix à l'achat). Dans une compagnie fortement endettée, la banque a tout à perdre. Si la situation ne s'améliore pas, elle perd tout ou une grande partie de son capital prêté. Si la situation va mieux, son gain sera toujours limité aux intérêts chargés.

Quant à l'investisseur, son gain n'est pas limité et peut même prendre des proportions très élevées. En cas de faillite, sa perte est limitée, puisqu'il n'est pas responsable du manque à gagner pour rembourser la banque lorsque les actifs sont liquidés. Cependant, dans une telle situation, l'investisseur se doit d'investir des petites sommes, pour tenir compte du risque de tout perdre. Cependant, nous pensons personnellement que nous pouvons obtenir de bien meilleurs rendements à long terme en nous concentrant sur des compagnies peu risquées, mais dans lesquelles nous pouvons investir de larges sommes sans risquer de subir des pertes importantes. Cette façon de gérer un portefeuille pourrait être désignée sous l'appellation « le

levier de la concentration ». Nous en discutons plus en détails au chapitre 9, alors que nous analysons la gestion de portefeuille de Warren Buffett dans les années 50 et 60.

7. POURQUOI LES TITRES CONNUS OFFRENT RAREMENT UN MOS INTÉRESSANT

« On paie un prix élevé pour un consensus généralisé. »

- Warren Buffett

Allons-y d'un exemple pour bien expliquer ce phénomène. General Electric s'avère l'une des entreprises les plus connues, autant des investisseurs que du grand public. Voici son logo :

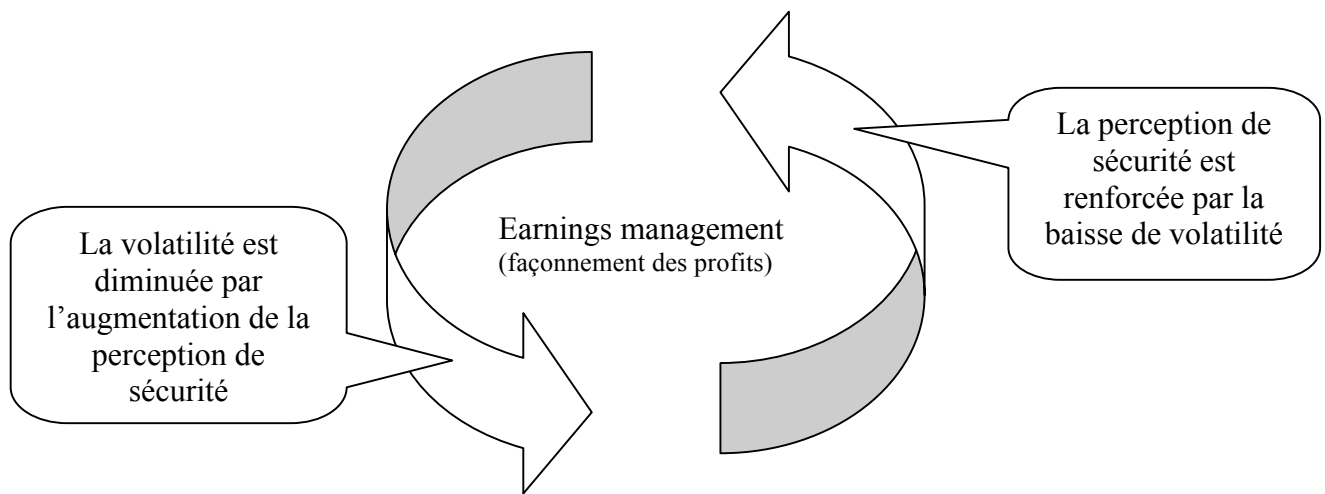


Qu'inspire-t-il? Pour bien des gens qui le connaissent, cette image transpire la force, la solidité, la domination, la stabilité, une réputation à toute épreuve, etc. Bref, cette compagnie, tout comme quelques autres, détient une force magnétique très puissante dans l'esprit de bien des analystes, des gestionnaires de portefeuilles, tout comme les consommateurs. La perception de ces derniers s'est peut-être transformée après la crise. Rappelons-nous que cette société affichait un bilan moins solide en 2007. Suite aux débâcles financières survenues en 2008 et 2009, la direction a usé d'un peu plus de prudence dans la gestion de l'entreprise. Toutefois, comme General Electric a généré des profits appréciables ces quelques dernières années, prenons pour acquis que la confiance des actionnaires est demeurée intacte.

Lorsqu'un investisseur débutant devient actionnaire d'une telle compagnie, il ressentira souvent une certaine fierté. Il s'approprie une part d'une des plus prestigieuses entreprises d'Amérique. Quant aux professionnels, ils se fient sur les profits passés, et sur le comportement du titre sur plusieurs années auparavant, tout en méditant sur cette phrase clé :

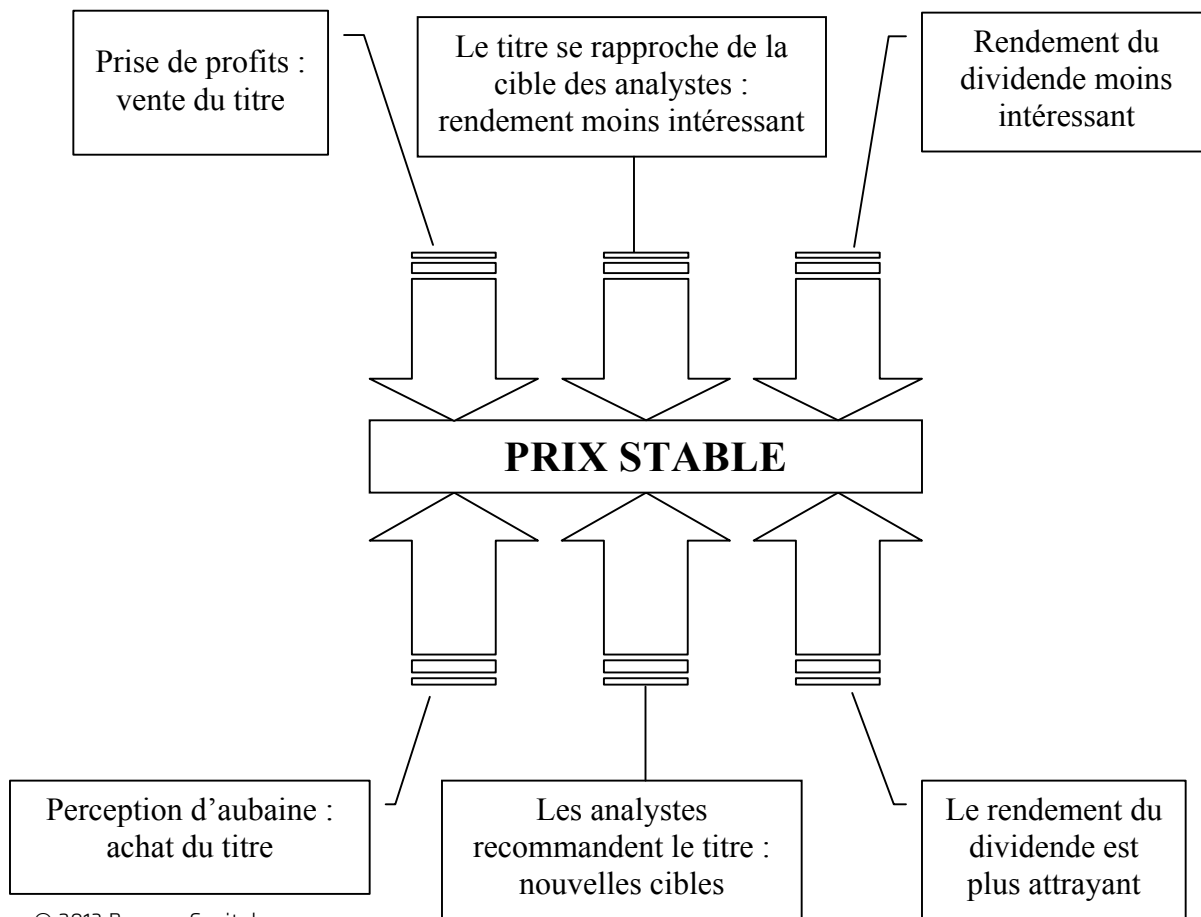
« General Electric, c'est tellement gros... ça ne peut pas s'effondrer! »

Il s'ensuit donc une fausse perception de sécurité, qui sera renforcée par le comportement des investisseurs face au titre.



Le schéma précédent démontre que la volatilité est influencée par l'idée que l'on se fait de la solidité de la compagnie. Lorsque la volatilité diminue, cela renforce davantage la perception de stabilité du prix du titre sur une certaine période de temps. Pour le « earning management », il s'agit d'un autre élément renforçant la perception de stabilité. (Voir plus loin sa définition).

Voyons un exemple qui démontre pourquoi le titre varie peu :



Les flèches représentent les pressions à la baisse ou à la hausse sur le titre, ce qui crée une certaine stabilité. Ces pressions amènent fréquemment les titres les plus suivis à un niveau près de leur valeur intrinsèque. Le titre de General Electric se transigeait à environ 28\$ en août 2008. Chaque fois que le titre descendait, un grand nombre d'investisseurs étaient prêts à l'acheter. À force de suivre régulièrement un titre, une fausse perception d'aubaine s'installe dans leur esprit. Si le prix était de 28\$ pendant une semaine, et qu'il tombait soudainement à 26\$, on avait facilement l'impression d'économiser 2\$, puisqu'on associe souvent le prix à la valeur réelle de l'entreprise. Si un titre se transige longtemps à 28\$, beaucoup de gens finissent par croire qu'il vaut 28\$. En outre, le rendement du dividende augmente dans une telle situation. Lorsque le prix d'un titre baisse, le même dividende à recevoir rapportera un taux plus élevé, ce qui rehausse l'attrait du titre.

Dans le schéma du renforcement de la perception, nous avons inscrit « earning management » au centre. De quoi s'agit-il? Une traduction française pourrait être « façonnement des profits ». General Electric forme une grosse corporation, très bien diversifiée. Les dirigeants disposent d'un arsenal impressionnant de moyens pour stabiliser les résultats. En comptabilité, beaucoup de jugement est requis pour évaluer une panoplie de postes de dépenses. Nous n'avons qu'à penser à l'amortissement. Lorsqu'on acquiert un appareil quelconque, sur combien d'années devrait-on l'amortir? 10 ans ou 20 ans? Pour le fonds de pension, quel taux d'intérêt allons-nous utiliser pour le portefeuille de placement qui servira à payer les bénéficiaires futurs des retraités? Un taux de 6, 7 ou 8%? Si l'on désire augmenter les profits pour un trimestre en particulier, il suffit de réviser à la hausse le taux de rendement du portefeuille prévu pour le fonds de pension, ou de réviser à la baisse l'estimé de l'augmentation des coûts de soins de santé dans le futur.

Probablement l'arme la plus redoutable : le « timing » de la prise de profit. Si vous avez un immeuble qui a été acheté il y a 10 ans, vous avez peut-être accumulé un certain profit. Quand le vendre? General Electric décide du moment de sa vente. Le moment le plus approprié, c'est lorsque la société enregistre une baisse des profits durant un trimestre. Pour compenser, on peut chercher quelque part dans la compagnie, s'il n'y aurait pas quelque chose à vendre pour déclencher un profit compensatoire. Avec une corporation aussi bien diversifiée, ce n'est pas bien difficile. Et on procède exactement à l'inverse lorsque l'on veut « adoucir » les résultats, afin de nous permettre d'atteindre plus facilement la cible de profit dans un trimestre futur.

Donc, si on veut aplanir les profits, on peut vendre un actif à perte (qui était destiné à créer une perte de toute façon), ou encore, devenir « soudainement » plus conservateur sur un poste de dépense, et ainsi créer une perte qui viendra annuler un trimestre particulièrement fort. Ainsi, en étant trop conservateur à un moment, on se réserve une certaine latitude pour améliorer les résultats dans un autre trimestre.

Pour revenir au prix de General Electric, la grande demande pour cette corporation si connue maintient son prix à un niveau élevé. Par conséquent, il sera pleinement évalué ou surévalué la plupart du temps, mais très rarement sous-évalué. Les seuls moments où une compagnie d'une telle envergure se transige à fort escompte surviennent lors de fortes corrections du marché ou dans une récession sévère. La compagnie, dans ces conditions, constituera une aubaine si son prix est affecté par l'humeur des marchés en général, et non par une détérioration importante de ses résultats et de son bilan.

Voici un exemple pertinent pour démontrer combien il est difficile d'acquérir une telle compagnie à prix d'aubaine à l'extérieur des moments de crises, comme celle de 2008-2009. On peut visualiser le prix de General Electric dans le contexte d'un encan. Supposez que vous recevez une lettre par la poste, tous les mois, vous offrant d'aller participer à un encan pour acheter du GE. Le moment venu de participer à cet encan, vous arrivez sur place. Surprise! Vous êtes 10 000 investisseurs à vous disputer le titre. Le titre commence avec un prix de 60\$, et il baisse progressivement, à toutes les secondes : 59.99\$, 59.98\$, 59.97\$, etc. Au bout de 30 minutes, soit 1800 secondes plus tard ou 18\$ plus bas, le titre est offert à 42\$. Un million d'actions sont disponibles, mais à 42\$, 100 000 actions sont déjà parties. Rendu à 28\$, il n'en reste plus. Que faites-vous? Si vous le vouliez à 20\$, vous vous rendez compte que vous avez perdu votre temps.

Le mois suivant, vous retournez à l'encan. Cette fois, un total de 1000 personnes se présentent seulement (le nombre varie d'un mois à l'autre, selon l'intérêt pour le titre). Donc, le prix baisse davantage, puisque le titre est en moins grande demande : 27.75\$, 27.74\$, 27.73\$, etc. Soudainement, une personne de bonne réputation rentre dans la salle et crie « General Electric, selon mon estimé, vaut au moins 35\$! ». Tout le monde se rue sur le titre, sauf vous évidemment. Vous repartez donc encore bredouille.

La personne qui entre dans la salle, vous vous en doutez, s'apparente aux analystes qui recommandent les titres. Ils sont toujours présents. Et presque inmanquablement, ils

recommanderont un titre avant que vous ayez la chance de voir « votre » prix. C'est le merveilleux monde des titres qui sont trop suivis.

Pour vous donner une idée du genre de prix que nous serions prêt à payer pour General Electric, voici un aperçu. En ce moment (janvier 2013), GE se transige à 21\$, ce qui correspond à 17 fois les profits courants. Nous estimons qu'un prix intéressant tournerait autour de 11\$, soit la moitié du prix actuel. S'il arrivait à un tel prix, en ferions-nous une position importante? Honnêtement, même à un tel prix, nous serions peut-être hésitants à prendre une petite position, car nous pourrions percevoir un certain risque. Tout dépendrait des derniers résultats annoncés ainsi que de l'évolution de la société. Nous avons l'habitude d'attacher une grande importance au bilan des entreprises. Ce que nous aimons moins chez General Electric, c'est principalement son endettement.

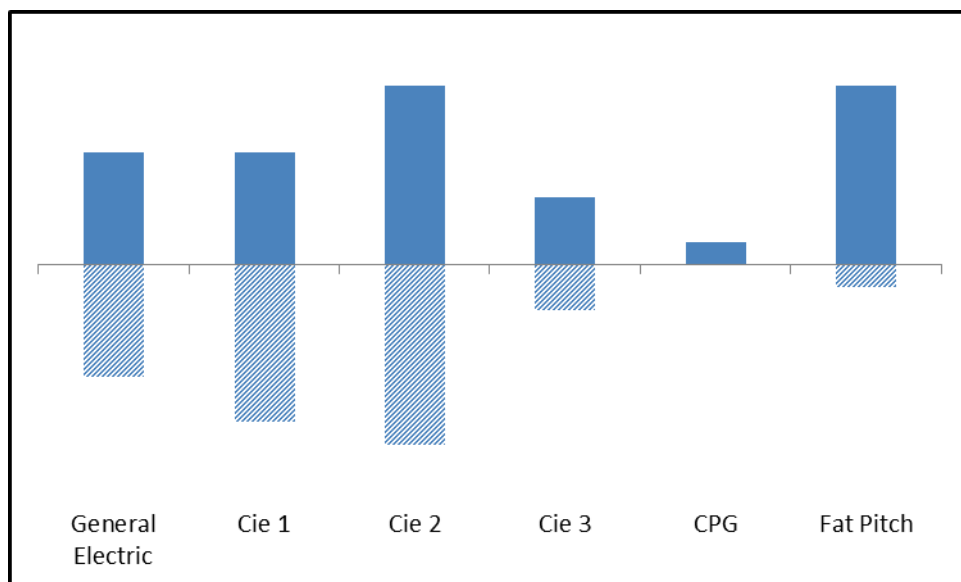
Revenons au prix d'août 2008, puisque lorsque le présent texte a été écrit pour la première fois, nous nous basions sur l'information disponible à l'époque. La dette de General Electric représentait 82% des actifs. Le ratio prêt sur valeur tangible nette de la division financière était de 14 (au mois de juin 2008). C'était l'équivalent de nos banques canadiennes (en retranchant de l'équité l'achalandage et l'intangible), alors que les prêts ne devraient pas en principe constituer une part aussi importante de leurs activités. Quant aux provisions pour pertes des prêts, elles avaient augmenté de 30% au dernier trimestre alors disponible (30 juin 2008). Or, en tant que manufacturier, General Electric ne devait pas quant à nous être autant influencée par ses opérations « bancaires ».

Nous ne sommes pas en train de dire que GE courrait à la catastrophe! La compagnie d'ailleurs s'en est bien tirée. Nous pensions même qu'elle procurerait un rendement satisfaisant. (Le titre se transige aujourd'hui à 21\$ (janvier 2013), comparativement à 28\$; nous étions donc encore trop optimistes !) Cependant, par rapport à nos propres objectifs de rendements et de risques, elle ne correspondait en aucun cas à nos critères de sélection. Comme elle possédait une importante division financière, nous devions ajuster l'évaluation (le prix que nous serions prêts à payer) en fonction du risque financier. Comme le mentionne M. Buffett dans sa lettre aux actionnaires de 1990 (Berkshire Hathaway), « avec un haut degré de levier, la moindre erreur peut être coûteuse ». Si nous étions prêts à payer 5 fois les profits pour une banque, dans un contexte où les conditions de crédit se détérioraient, et bien nous devions appliquer cette évaluation à la portion financière de GE. Au prix de l'époque de 28\$, nous savions que

nous étions loin de notre objectif, et nous avions peu espoir qu'un jour le titre atteigne « notre » prix.

Nous constatons avec surprise que le titre a atteint un creux inespéré durant la crise. En effet, il s'est transigé à un prix aussi bas que 6,53\$ durant la journée du 5 mars 2009. Comme nous l'avions anticipé, malgré un tel prix, nous sommes demeurés réticents à l'acquérir. General Electric constituait une société parmi tant d'autres. La plupart des titres boursiers nous étaient offerts à des prix incroyables. Nous vivions un contexte économique incertain, pour lequel l'occurrence d'une dépression ne pouvait pas être écartée. Ce genre de situation nous dictait la prudence extrême dans la sélection de nos sociétés. Nous misions uniquement sur celles dont le bilan nous procurait une marge de sécurité supérieure. GE ne possédait évidemment pas un beau bilan ! Même à un prix aussi ridicule de 2\$ ou 3\$, nous aurions probablement ignoré le titre. On doit donc garder à l'esprit que le présent chapitre explique la rareté des aubaines en temps « normal » parmi les titres les plus populaires. En temps de crise, même les sociétés les plus connues peuvent devenir des aubaines extraordinaires.

Le tableau suivant donne un exemple théorique de quelques titres fictifs avec GE à titre de comparaison, que nous catégoriserons selon notre perception du gain potentiel (rendement) et du risque :



Comme on peut le voir dans le graphique, la barre rayée correspondant au risque. Pour le titre de General Electric, cette barre de risque affiche une longueur équivalente à celle des rendements. Nous avons donc un ratio rendement risque d'environ 1 pour 1. Quant à Cie 1, ce

titre comporte un risque plus élevé, puisque la barre plonge davantage vers le bas.

Comparativement au titre de General Electric, Cie 1 n'offre pas une équation rendement / risque alléchante, car bien que son risque soit supérieur, son rendement demeure l'équivalent de celui de General Electric.

Le titre Cie 2 offre plus de rendement potentiel que les deux titres précédents. Toutefois, le risque est proportionnellement aussi élevé. Les titres populaires dont la société sous-jacente comporte un bilan endetté présenteront fréquemment de telles perspectives. Le rendement potentiel nous intéresse très certainement. Néanmoins, le risque diminue les probabilités de réaliser ce rendement. En investissant ainsi dans de tels titres, nous ne pourrions pas espérer un profit supérieur à la moyenne.

Le fort rendement des titres du type Cie 2 est créé principalement par le bas prix offert en bourse. Il n'est pas rare d'assister à des appréciations de 3, 4 ou 5 fois le prix initial lorsque des éléments positifs aident la compagnie à s'en sortir ou à s'améliorer. Vous pouvez conduire rapidement sur la route et prendre un virage en passant tout près de capoter. Bien sûr, vous arrivez plus vite à destination. Une fois que vous y êtes rendu, les gens que vous rencontrez ne sauront pas quels sont les risques que vous avez pris pour arriver plus vite! Trop souvent, on le découvre seulement lorsqu'une catastrophe est survenue.

L'un des rares avantages que nous attribuons aux titres populaires réside dans le fait qu'aussitôt qu'on annonce une bonne nouvelle dans les médias, le titre réagit rapidement à la hausse. Comme bien des analystes et investisseurs les suivent, on incorpore rapidement les éléments positifs dans l'évaluation boursière.

Avec ce genre de titre, vous pouvez gagner des sommes substantielles. C'est d'ailleurs pourquoi la bourse intéresse tant de spéculateurs ! Toutefois, les statistiques finissent tout le temps par se refléter dans les rendements. C'est une question de temps. Si personne ne gagnait au casino, personne n'irait au casino. Et interrogez un gagnant qui joue fréquemment : il vous expliquera comment il est arrivé à gagner, plutôt que de dire « Ouf! Ce que j'ai pu être chanceux! Jamais plus je ne vais y retourner! ».

Le titre Cie 2 peut également revêtir les caractéristiques d'une société détenant un beau bilan, mais dont l'évaluation annule cet avantage. Les titres technologiques à forte croissance pourraient se classer dans cette catégorie. Si les profits de ces sociétés continuent de grimper

rapidement, le titre procurera d'excellents rendements. Toutefois, la moindre petite mauvaise nouvelle affectera grandement le titre, puisque de fortes attentes ont poussé ce dernier à un niveau que nous jugeons dangereux. C'est pourquoi nous retrouvons une barre de rendement élevée, jumelée à une barre de risque tout aussi élevée.

Le titre Cie 3 représente le cas d'un grand nombre d'entreprises cotées à la bourse. De nombreuses sociétés fort profitables et au bilan impeccable se retrouvent dans cette catégorie. La raison s'avère bien simple : la plupart des investisseurs connaissent les forces de ces sociétés. Le prix exigé pour acquérir ce genre de titre reflètera trop souvent les attributs positifs de l'entreprise. Comme l'on paie un prix supérieur, le risque devient plus élevé, et le rendement potentiel diminue. Plus le prix sera élevé, plus on se retrouvera avec une barre de rendement courte accompagnée d'une barre de risque plus longue.

La barre du CPG se comprend aisément : peu de rendements sans aucun risque. Il s'intègre bien dans un modèle stipulant que plus on assume de risques, plus le rendement devient proportionnellement élevé. Toutefois, tel que démontré au chapitre 5, on peut faire mentir la courbe « rendement / risque » en sélectionnant soigneusement ses titres.

Le dernier candidat au tableau constitue justement le fameux « fat pitch » que nous recherchons. Comme on le voit clairement, il offre un risque minime, sans sacrifier un haut rendement potentiel. Ce genre de situation survient rarement, et c'est pourquoi nous devons effectuer beaucoup de recherches avant de les dénicher.

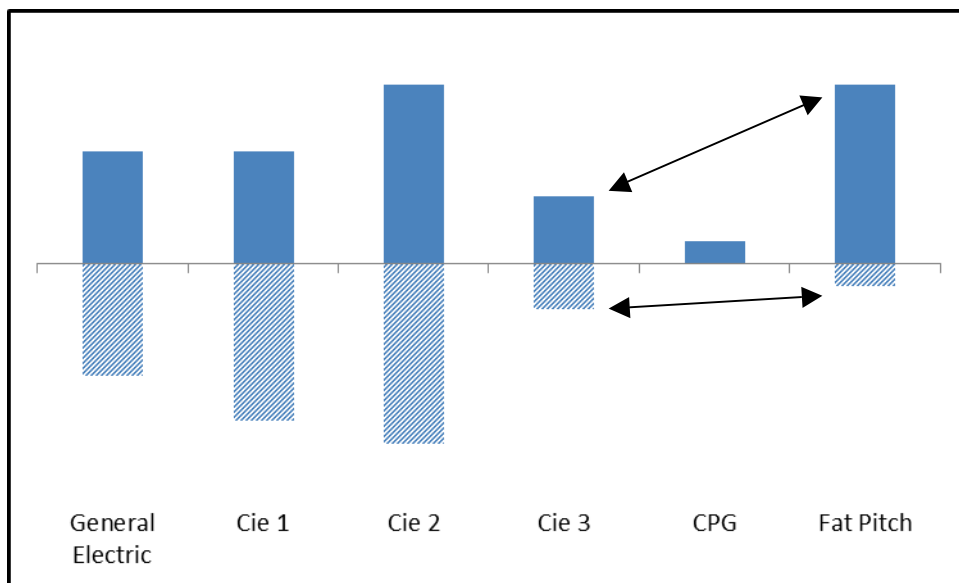
Certains investisseurs pourraient argumenter à l'effet qu'il s'avérerait plus facile d'investir de petites sommes dans une série de titres de type Cie 2, plutôt que de concentrer de grosses sommes dans des titres de type « fat pitch ». Ainsi, la diversification assurerait une distribution équitable des profits entre différents titres parmi lesquels nous retrouvons des gagnants et des perdants.

Tout d'abord, un titre bien connu du public peut afficher un prix peu élevé en bourse, et ce, pour des raisons évidentes (difficultés, bilan lourd, etc.). Or, si ce même titre s'avérait inconnu du public, il se transigerait probablement à un prix bien inférieur. Pour une société très suivie, la moindre information positive connue se reflète dans le prix. Donc, le risque assumé s'accroît au fur et à mesure que la société diffuse des bonnes nouvelles.

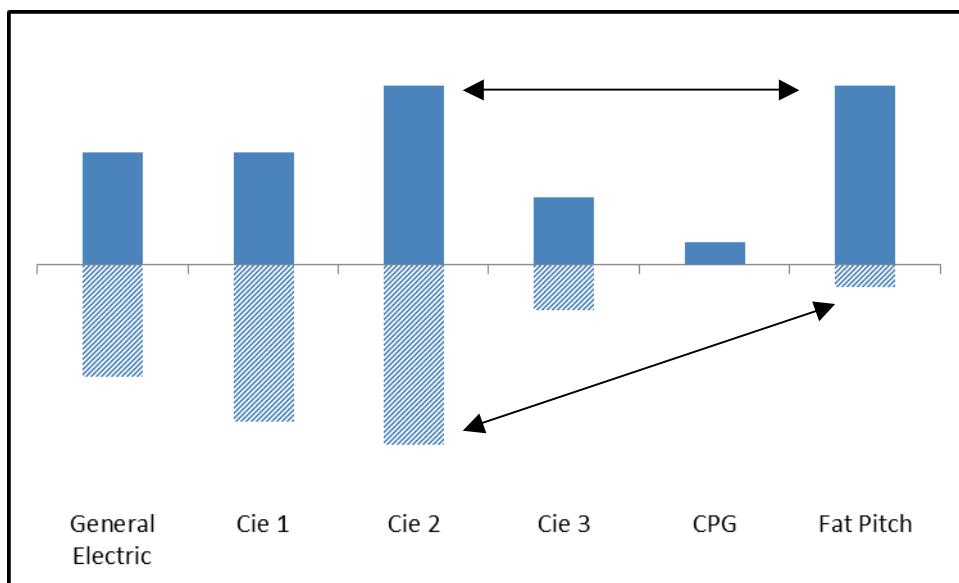
Une raison encore plus importante réside dans la complexité à suivre un trop grand nombre d'entreprises. Or, pour minimiser les risques, on doit étudier les sociétés en profondeur avant d'y investir. Nous discutons en détail de cette réalité aux chapitres 8 et 9 du présent document.

Quant au CPG, il s'agit d'un certificat de placement garanti, la plupart étant offert par les banques. Nous avons considéré son risque comme étant à un niveau nul. Ces certificats sont-ils vraiment sans risques? Il en existe un, bien qu'il soit si petit que nous avons opté pour une barre invisible du côté des risques. Si la banque faisait faillite, et que la société d'assurance-dépôts était incapable de rembourser les dépositaires, il pourrait y avoir perte de capital. Impossible direz-vous? Pas dans nos pires scénarios.

Le dernier titre du graphique s'avère notre fat pitch. Nous recherchons des situations où le risque est extrêmement minime. Lorsque nous réussissons, nous prenons une position importante en portefeuille. Pour arriver à conclure que le risque est presque inexistant, nous devons imaginer tous les pires scénarios pouvant survenir. Si les probabilités nous avantagent nettement, nous sommes preneurs.



Tel qu'on le voit dans le graphique ci haut, un fat pitch peut posséder les mêmes attributs qu'une société comme Cie 3 en ce qui concerne les états financiers. Nous pouvons nous retrouver avec un excellent bilan et une belle progression des profits. Toutefois, toute la différence réside dans le prix payé pour le titre. Les titres populaires se transigent presque tout le temps plus hauts, ce qui occasionne non seulement une réduction du rendement espéré, mais également une hausse non négligeable des risques.



Un autre avantage indéniable du fat pitch réside dans le potentiel de rendement qui est magnifié par l'acquisition du titre à un bas prix. Ainsi, on se retrouve avec un potentiel extrêmement intéressant, tout comme dans le cas du titre Cie 2, mais sans le risque qui accompagne normalement ce genre de rendement espéré. Le chapitre 6 explique un peu plus en détails ce principe.

8. LE MOS ET LA DIVERSIFICATION

« La diversification est requise lorsque l'on ne sait pas ce que l'on fait. Elle constitue une protection contre l'ignorance. Elle ne fait pas de sens pour ceux qui savent ce qu'ils font. »

- Warren Buffett

Combien de fois avez-vous déjà entendu dire qu'il était si important de diversifier? Lorsque notre portefeuille court à la catastrophe, afin de tenter de parer à cette déplaisante situation, on utilise fréquemment la solution ultime suivante : la diversification par catégorie d'actifs, par lieu géographique, par style de gestionnaire, par la taille des compagnies, par le type de titre, par la couleur de nos chaussettes, etc., etc. Pourquoi insiste-t-on autant sur la fameuse diversification?

Imaginez que vous vous retrouviez devant 50 couverts, sous lesquels un aliment est présent. Parmi ces aliments, vous retrouverez des fruits, des légumes, de la nourriture grasse, des pâtisseries, du beurre, du sel, de la viande, etc. Vous avez donc devant vous autant de bons aliments que de mauvais aliments. Qui plus est, l'un de ces couverts contient un aliment avec une certaine dose d'arsenic. Elle n'est pas assez forte pour tuer, mais si vous en mangez assez souvent, votre santé sera gravement affectée. Par contre, il existe également un couvert contenant un repas nutritif équilibré, qui change chaque jour.

Supposons que vous avez à faire un choix pour le restant de votre vie : vous devez choisir les couverts dont vous mangerez le contenu, en entier, à chaque repas. Si vous en choisissez qu'un seul, vous devez avalez tout le contenu. Si vous en choisissez deux, c'est 50% de chacun. Pour 10 couverts, on doit manger 10% de chacun, etc.

Si vous êtes incapables de discerner les bons des mauvais couverts, que ferez-vous? Prendriez-vous le risque d'en choisir un seul? Imaginez que vous tombiez sur celui contenant uniquement du sel, ou encore, le repas contenant de l'arsenic. Vous pourriez aussi aboutir sur le repas équilibré, qui constitue la meilleure option, puisqu'il s'agit du seul repas totalement nutritif et qui change chaque jour. Mais, qui oserait prendre un tel risque?

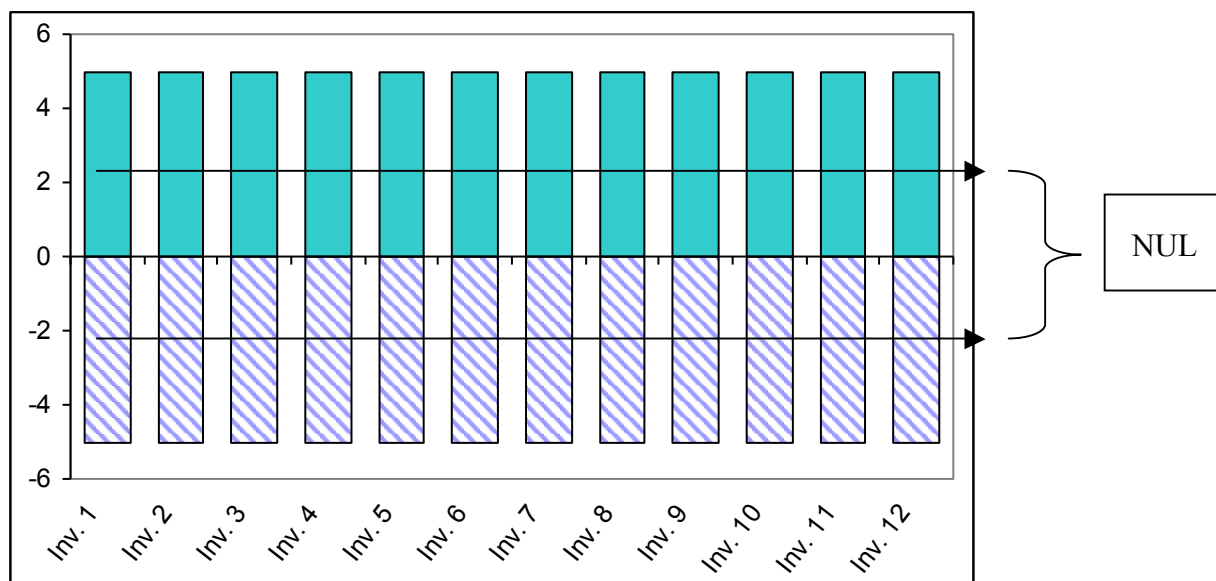
Dans ses débuts, un investisseur choisirait un couvert quelconque. À force de toujours manger le même aliment, il subirait des carences. Alors, il lui viendrait l'idée de la diversification. Afin

d'éviter les mauvaises surprises, choisissons le plus de couverts possible. Avec les 50 couverts, il aura le repas équilibré, les légumes, tout comme les aliments très gras (sans parler du repas avec l'arsenic) ; cependant, la dose de chacun est minime (2%, correspondant à 1 sur 50). Il s'assure d'obtenir la moyenne de tous les couverts. Chercher à obtenir la moyenne constitue une diminution du risque, en évitant les mauvaises surprises (on manque évidemment les bonnes surprises par la même occasion).

Le MOS, c'est la connaissance. Si vous savez quels couverts choisir, vous avez un net avantage sur les autres. Pourtant, vous serez beaucoup moins diversifié : le couvert contenant le repas équilibré serait suffisant, et assurerait une santé optimale.

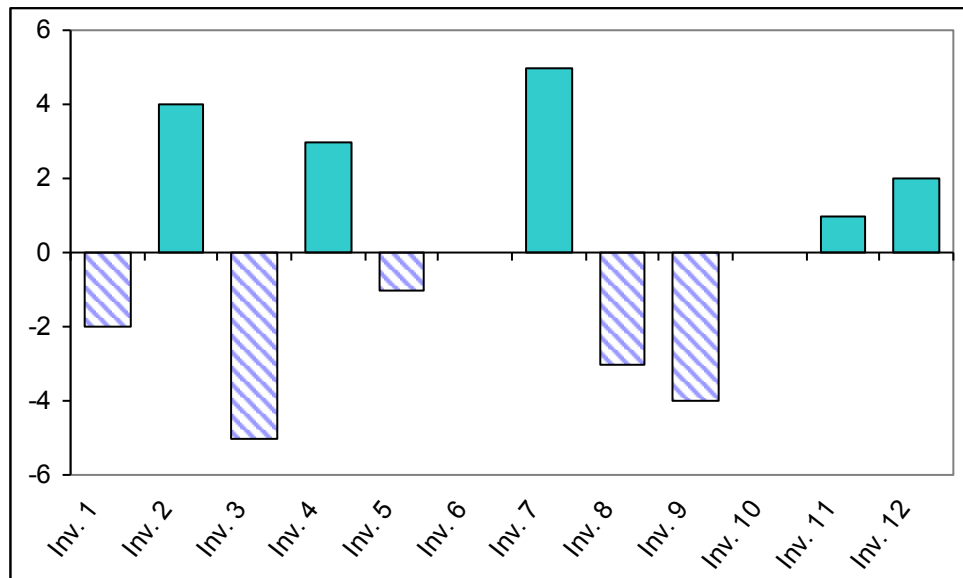
Pour un néophyte, la concentration peut sembler très téméraire. Mais si on arrive à appliquer le principe du MOS sur quelques titres, on réalise qu'il est souvent moins risqué d'investir dans 3 titres solides, que dans 50 titres possédant tous une part de risque plus élevée.

Imagons la diversification avec un graphique, en utilisant une douzaine d'investissements :



Nous supposons dans ce graphique que le rendement potentiel est égal au risque. Par conséquent, le résultat moyen devrait osciller autour de zéro. Certaines situations gagnantes seront annulées par des pertes sur d'autres situations. Ce que l'on gagne d'un côté, est perdu de l'autre.

Comme on peut le constater, si nous additionnons les deux moyennes de gains et de pertes, théoriquement nous obtenons zéro. Maintenant, voici un résultat probable, lorsque nous connaissons l'aboutissement de chaque investissement :



Les titres 6 et 10 n'ont rien produit (pas de pertes, ni de gains). Quant aux autres, soit ils ont produit un gain, soit une perte. C'est de ces expériences qu'on peut à long terme calculer les gains potentiels et les risques moyens. On sait qu'à la longue, la loi de la moyenne finit par se concrétiser. On peut être chanceux ou malchanceux, mais plus on investit longtemps, plus le résultat convergera vers la moyenne.

Dans un monde idéal, où l'on peut déceler d'avance les résultats, on choisirait à tout coup l'investissement numéro 7. Si vous aviez ce don particulier, que feriez-vous? Serait-il logique de choisir tous les titres? Absolument pas! Vous opteriez pour l'investissement numéro 7. Vous prendriez 100% de vos avoirs, et au diable les principes de la diversification!

Regardons un autre exemple, dans lequel vous ne connaissez pas le résultat d'avance, mais dont les termes sont tellement clairs que vous savez ce qu'il va se passer. Supposez qu'on vous offre l'investissement du siècle (une opportunité arrivant une seule fois dans votre vie) : un certificat de placement garanti, 5 ans, à 30% de rendement, sans aucun risque. Que faites-vous?

- Prendre 10% de votre portefeuille, et l'investir dans ce certificat;
- Investir tout votre portefeuille dans ce certificat;

- Investir tout votre portefeuille ainsi qu'emprunter tout ce que vous pouvez pour investir dans ce certificat.

Est-ce que la troisième option vous apparaît logique? Pour nous, oui. Si vous aviez choisi la première option, vous auriez dilué un rendement sûr de 30%. Au lieu de ce rendement, vous auriez obtenu une maigre contribution de 3% sur le portefeuille total. Quel gaspillage! Vous trouvez l'investissement du siècle, et celui-ci ne contribue que pour 3% par an!

La plupart des grandes fortunes se sont bâties grâce à la concentration (l'opposé de la diversification). Bill Gates ne serait sûrement pas milliardaire s'il avait toujours limité ses actions de Microsoft à 5% de son avoir net. Quant aux magnats du pétrole, ils ont fait fortune parce qu'ils ont presque tout misé sur l'or noir. Nous connaissons personnellement des gens qui ont fait fortune dans l'immobilier. Ont-ils eu tort de se concentrer uniquement sur l'immobilier? Et que pensez de ceux qui ont fait fortune en achetant une franchise McDonald's dans les années 70, une 2^e, puis une 3^e, etc.? Ces personnes n'auraient-elles pas dû acheter une autre bannière, ou diversifier en achetant des complexes hôteliers?

La clé consiste à investir dans un domaine que l'on connaît à fond. Il s'agit de l'unique façon de limiter les risques. Plus vous limitez les risques, plus il vous sera possible d'investir de façon concentrée.

Et Warren Buffett dans tout cela, n'est-il pas diversifié? Nous en discutons dans le prochain chapitre.

9. WARREN BUFFET ET LA CONCENTRATION EN PORTEFEUILLE

« Je ne peux pas être impliqué dans 50 ou 75 choses à la fois. Ce serait investir comme l'Arche de Noé : on finit par obtenir un zoo. Je préfère concentrer d'importantes sommes dans un nombre restreint de titres. »

- Warren Buffett

Un avertissement s'impose : une très grande quantité d'investisseurs ont tendance à surestimer leurs connaissances en matière d'investissement. Certains ont investi de façon très concentrée, pour aboutir à de lourdes pertes. Il suffit de penser à Nortel lors de l'éclatement la bulle techno en l'an 2001 ou à la crise financière de 2008-2009). C'est pourquoi la majorité des épargnants doivent utiliser la diversification. Nous avons discuté ici de la concentration, afin de démontrer son application dans les situations où la marge de sécurité est réellement présente. Notre discussion tient donc compte d'un contexte dans lequel l'investisseur travaille très fort afin de trouver les titres appropriés

Dans la lettre de l'année 1965 adressée à ses partenaires, Warren Buffett explique sa vision par rapport à la diversification. Il est à noter que cette vision reste inchangée, plus de 40 ans plus tard. Nous avons traduit un extrait de cette lettre (les citations de Buffett sont en italiques. Nos commentaires ne le sont pas) :

« Nous diversifions beaucoup moins que la majorité des firmes d'investissement. Nous pouvons investir jusqu'à 40% de notre avoir dans un seul titre, lorsque nous estimons que nos probabilités que notre estimé soit exact s'avèrent très élevées, alors que les probabilités qu'un événement quelconque change la valeur de notre investissement sont très basses.

Il est évident que notre politique quant à la diversification diffère de façon importante par rapport à presque toutes les institutions d'investissements. Honnêtement, j'adorerais pouvoir détenir 50 titres en portefeuille dans lesquels j'aurais la quasi-certitude de surpasser le Dow Jones d'au moins 15% par année. Si chacun de ces titres n'étaient pas corrélés (ce qui arrive à l'un, n'arrive pas nécessairement à l'autre), je pourrais investir 2% de mon portefeuille dans chacun d'eux. J'attendrais patiemment, avec la certitude que notre résultat final serait très près d'une situation où je performe à raison de 15% de plus que le Dow Jones.

Ça ne fonctionne pas comme cela.

Nous devons travailler d'arrache-pied pour trouver seulement quelques situations très attrayantes. Ce genre de situation, par définition, survient lorsque je peux m'attendre à surpasser l'indice Dow Jones d'au moins 10%. Parmi les quelques titres que nous dénichons, les expectatives varient substantiellement. La question est toujours : combien devrais-je mettre dans le premier titre (en classant les titres par ordre d'expectative de rendements), et combien devrais-je investir dans le 8^e ?

Cela dépend en grande partie de la différence entre les perspectives de gains potentiels sur chacun de ces titres. Aussi, il faut tenir compte des possibilités que le titre en question aboutisse à une perte. Deux titres peuvent présenter le même gain potentiel, mais l'un pourrait afficher une probabilité de 5% de sous-performer le Dow Jones par 15%, alors que l'autre pourrait détenir une probabilité de seulement 1% que ce même risque survienne. Si les expectatives sont plus larges dans un titre (plus de gain potentiel, mais aussi plus de risque), il sera alors moins intéressant de le détenir en concentration importante dans le portefeuille. (Note : cette dernière phrase est extrêmement importante selon nous).

(...)

Il y a une chose dont je peux vous assurer. Si obtenir un bon rendement constitue au moins l'un des objectifs de l'investissement, tout portefeuille détenant une centaine de titres (peu importe le montant qui est géré par le gestionnaire, même s'il s'agit de milliards de dollars) ne sera pas opéré de façon logique. L'addition d'une centaine de titres dans un portefeuille ne réduira pas le risque de volatilité assez afin de compenser pour les inconvénients au niveau du gain potentiel.

Quiconque détenant un si grand nombre de titres après en avoir fait l'étude (peu importe la qualité des titres) prône une certaine approche que j'appelle « la méthode d'investissement de Noé » - deux de chaque espèce. De tels investisseurs devraient piloter des arches. Bien que Noé puisse avoir agi selon des lois biologiques testées à travers les âges, les investisseurs quant à eux sont à côté de la traque par rapport aux lois mathématiques.

Évidemment, le fait que quelqu'un agisse de façon illogique en détenant une centaine de titres ne prouve pas notre point. Bien que les autres puissent avoir tort de diversifier autant, nous devons établir un procédé logique quant à notre propre diversification.

Le portefeuille optimal dépend des différentes expectatives (gains potentiels) selon les choix disponibles, ainsi que du degré de variabilité dans nos performances que nous sommes prêts à tolérer. Plus nous avons de titres, moins grande sera la variabilité de nos résultats par rapport aux résultats espérés. Cependant, par la même occasion, nos expectatives de résultats doivent être rajustées à la baisse.

Je suis prêt à sacrifier une certaine stabilité dans mes résultats (par rapport au Dow Jones) afin d'obtenir de meilleurs rendements à long terme. Cela signifie que je suis prêt à investir massivement dans une position lorsque je crois avoir déniché une opportunité en or, tout en sachant que je peux aboutir à une année désastreuse (et une année encore plus désastreuse que si j'avais diversifié mon portefeuille davantage). En bout de ligne, la volatilité pourrait être beaucoup plus élevée, mais notre rendement additionnel sur le Dow Jones devrait être également plus élevé. (...) En rétrospective, tout en repensant à cette réalité, je pense que j'aurais dû concentrer mon portefeuille un peu plus dans le passé. (Note : Buffett aurait aimé concentrer davantage ses investissements. Il était pourtant déjà très concentré.)

Il est vrai que cette façon d'investir est peu orthodoxe. Mais cela ne signifie pas qu'elle soit bonne ou mauvaise, mais plutôt qu'il faut user de son propre jugement, même lorsque notre opinion diffère grandement de celle des autres. Seulement à l'occasion, nous allons investir 40% de notre portefeuille dans une seule position. Les excellentes opportunités sont tellement rares : c'est pourquoi nous devons concentrer fortement lorsqu'elles surviennent (Note : si les belles opportunités étaient disponibles en abondance, tout le monde ferait d'excellents rendements, même avec 100 titres). Durant les 9 dernières années, nous avons investi dans seulement 5 ou 6 situations de ce genre, où nous avons excédé 25% du portefeuille. Dans chacune de ces situations, les éléments limitant le risque doivent nous assurer que la probabilité d'une perte permanente de notre capital est très minime. Si je limitais ma pondération maximale sur toute position, je réduirais de beaucoup les chances qu'une belle et rare opportunité produise un excellent rendement sur l'ensemble du portefeuille ». (Note : un investissement qui triple procure seulement 10% de rendement sur un portefeuille global, si on limite l'investissement à 5% au départ.)

La dernière phrase de la citation constitue un élément clé. Trouver des titres intéressants (des fat pitch) s'avère ardu. Lorsque nous les trouvons, nous avons parfois de la difficulté à les acheter en quantité suffisante. Certains de ces fat pitch sont peu liquides, car le nombre d'actions en circulation est minime. Donc, lorsque nous nous retrouvons dans l'heureuse situation où nous pouvons accumuler autant d'actions que nous le pouvons après avoir trouvé un fat pitch, serait-il logique de nous limiter à 10% du portefeuille? Est-il avantageux de se limiter, et de diversifier dans d'autres titres dont le risque est plus élevé? Faire un rendement de 300 ou 400% sur un titre, c'est bien. Mais s'il se traduit par un rendement de 10% pour le portefeuille total, c'est une grande déception! Il vous faudra trouver au moins deux fat pitch par année afin de faire un rendement minimum de 20%. Parfois plus, car les fat pitch ne se traduisent pas systématiquement par un gain important. Les résultats peuvent très bien être inférieurs à nos attentes. Dans ce cas, on se doit de trouver encore plus de nouvelles opportunités.

Une raison expliquant pourquoi M. Buffett ne se laissait jamais influencer

Il arrive à l'occasion qu'on entende parler d'un parent ou un ami qui a investi dans un titre au potentiel révolutionnaire. Si cette personne discute du titre avec enthousiasme, elle fera vite miroiter les rendements extraordinaires qu'elle obtiendra dans le futur. Comme nos critères de sélections laissent entrer très peu de titres dans notre réservoir de candidats potentiels, nous manquons un nombre impressionnant de ces opportunités.

Cependant, les gens qui investissent dans les titres présentant une histoire fabuleuse ont tendance à leur consacrer qu'une petite portion de leur portefeuille. Si le titre convoité quintuple, c'est fort intéressant. Par exemple, 5% d'un portefeuille dans ce titre produit un gain de 20% lorsqu'il a quintuplé. C'est 20% pour tout le portefeuille. Cependant, une seule bonne idée procurant un rendement plus modeste (disons que le titre double), et pour lequel on a consacré 40% du portefeuille, fournira un rendement global de 40%. Il est beaucoup plus facile de trouver des titres dont le potentiel est de 100% que 400%. Voilà la magie du MOS : la concentration offre un levier sur le rendement. En investissant 40% dans une opportunité sûre, on fait 8 fois plus de rendement qu'avec un investissement représentant 5% du portefeuille. C'est pourquoi M. Buffett insiste tant sur la concentration.

Voici des exemples de titres que Buffett avait dans son portefeuille :

Commonwealth Trust Co, en 1958 : il représentait 20% de son portefeuille. En 1959, il avait Sanborn Map Co, pour une proportion de 35%. En 1961, Dempster Mill Manufacturing constituait 21% du portefeuille. Nous soupçonnons qu'il en aurait acheté davantage si possible, car Buffett avait déjà 70% des actions de la compagnie (il ne restait sur le marché que 30% des actions!).

Avant l'époque des partnerships (1956 à 1969), Buffett pouvait détenir de plus fortes concentrations, alors que la taille de son portefeuille était plus modeste. En 1950, trois de ses titres couvraient 94% du portefeuille, avec 38.5%, 29% et 26.5% dans chacun des titres. En 1951, Government Employees Insurance (Geico, que Berkshire Hathaway détient aujourd'hui à 100%) représentait près de 53% de son portefeuille.

M. Buffett investissait de façon encore plus concentrée au début des années 50 (son portefeuille était plus petit). Ses rendements en ont bénéficié. Sa moyenne de rendement se situe autour des 65% entre 1951 et 1960 (comparativement à 29,5% dans ses partnerships entre 1956 et 1969).

La concentration de son portefeuille lui permit également de bénéficier d'un autre grand avantage. En détenant un nombre restreint de titres, il disposait de beaucoup de temps pour les évaluer et les suivre minutieusement. Ainsi, il minimisait ses chances de se tromper.

10. ANALYSER WARREN BUFFETT : DEUX MANIÈRES D'INVESTIR

« J'ai vendu et acheté des options pendant quarante ans! »

- Warren Buffett (déclaration dans le Washington Post en 1992)

« Avec un million de dollars, je garantis que je peux faire 50% par année. »

- Warren Buffett

Ceux qui ont suivi notre blogue pendant un certain temps ont à quelques occasions lu nos propos à ce sujet. Nous distinguons deux grandes façons d'investir chez M. Buffett. Voici les caractéristiques qui les distinguent :

Buffett public : Berkshire Hathaway

- Gestion d'un énorme portefeuille
- Rendement espéré sur les actions en bourse : un peu plus que l'indice
- Risque du portefeuille : un peu moindre qu'un indice boursier
- Investissement à très long terme (entreprises privées et actions en bourse)
- Utilisation de l'effet levier pour magnifier le rendement
- Allocation du capital des entreprises privées (contrôle des profits)
- Discours de sagesse propagé par M. Buffett
- Style s'apparentant à la philosophie « GARP »¹⁰
- Loyauté face à ses dirigeants (très important, même s'il en résulte un rendement moindre)

Buffett secret : Portefeuille personnel

- Portefeuille de taille modérée
- Rendement espéré : 5 à 40% de plus que les indices, selon la taille du portefeuille
- Achat de titres souvent peu liquides et peu connus
- Utilisation des produits dérivés (options, contrats à terme, obligations convertibles) dans une proportion plus élevée que Berkshire Hathaway

¹⁰ GARP signifie « growth at reasonable price », que l'on pourrait traduire par « croissance à prix raisonnable »

- Peu de publicité de la part de Warren : il faut chercher longtemps pour découvrir cette autre facette de lui
- Style s'apparentant à la philosophie du MOS

Il est à noter que dans Berkshire Hathaway, Buffett va recourir à l'utilisation de produits d'investissement exotiques pour rehausser le rendement global. Cependant, la philosophie qu'il prône publiquement se concentre sur la détention de titres solides, à long terme, avec une vision de propriétaire d'entreprise.

Bien que M. Buffett recherche constamment une certaine marge de sécurité lorsqu'il achète un titre pour Berkshire Hathaway, elle sera limitée par le peu de choix s'offrant à lui. Ayant autant d'argent à déployer, il se doit d'établir un équilibre entre la disponibilité des investissements et le risque qu'il est prêt à assumer. Plus son portefeuille prend de l'ampleur, plus il doit faire preuve de souplesse quant au prix payé pour une entreprise (et ainsi, accepter un risque un peu plus élevé).

Un très grand défi se pose lors de l'acquisition d'une entreprise pour M. Buffett : il sait qu'il devra la garder très longtemps. Il serait peu avantageux d'acheter dans le but de revendre à court ou moyen terme. Chaque vente ne fait qu'ajouter à ses nombreuses liquidités. Qui plus est, en prenant des positions d'envergures dans une compagnie à la bourse, il lui serait difficile de liquider un titre sans en influencer le prix, sans compter l'effet qu'aurait une fuite d'information. Imaginez qu'on apprenne que M. Buffett est en train de vendre Coca-Cola. S'il lui faut plusieurs semaines ou plusieurs mois pour le liquider, il y a fort à parier que le prix de vente des dernières actions se situerait à un niveau de loin inférieur aux premières ventes. Notons toutefois que M. Buffett a tout de même obtenu certaines permissions spéciales de la part de la SEC (Security Exchange Commission), lui permettant de ne pas divulguer certaines informations quant à ses activités boursières.

Pour bien des gens, ces deux facettes de M. Buffett par rapport à sa façon d'investir ne sont pas connues. Plusieurs investisseurs n'ont retenu que la philosophie « officielle ». Heureusement, cette fermeture d'esprit (ou dans d'autres cas, l'ignorance) de ces investisseurs a un effet positif sur leur comportement. En tentant de suivre le grand maître, on évite tout d'abord la spéculation, et surtout, de s'attendre à des rendements irréalistes.

Buffett a déjà réitéré plus d'une fois qu'il pouvait obtenir des rendements de plus de 50% par an (seuil minimum) avec un portefeuille de seulement un million de dollars. Pour les

investisseurs sophistiqués, il s'agit d'un commentaire suscitant la curiosité. Il établit la limite du rendement potentiel possible. Sans nécessairement vouloir réussir une telle performance (il faudrait pour cela, avoir son génie ainsi qu'avoir commencé à la bourse dès un jeune âge), on peut se servir de cette déclaration en tant qu'élément motivateur pour se surpasser. Comme indiqué au chapitre 4, M. Buffett est probablement le meilleur investisseur de tous les temps. Après avoir essayé maintes techniques d'investissement (en incluant aussi l'analyse technique, bien sûr), il en est arrivé à conclure qu'il existe une façon certaine d'obtenir un rendement qui surpasse de loin les indices, et ce, avec un risque de perte de capital très minime.

L'erreur courante que pourrait faire un investisseur qui tente d'interpréter une telle déclaration de la part de M. Buffett serait de surestimer ses capacités à réaliser lui-même un tel rendement. Warren lisait des quantités impressionnantes de littératures financières. Il ne s'agit pas uniquement d'un emploi à temps plein, mais d'un dévouement total, comparable à un moine qui pratiquerait la méditation 12 heures par jour, sans jamais sortir de son monastère. Pour arriver à des rendements supérieurs (sans viser le fameux 50%!), il faut s'y concentrer corps et âme, tout en ayant un mode de pensée constamment tourné vers l'investissement. Il faut penser « investissement » dans la voiture, sous la douche, durant les soupers de famille, dans ses temps libres, au cinéma, etc. Lorsque l'on rencontre des gens ou la parenté, on doit chercher à discuter d'affaires. On peut par exemple entamer un sujet de conversation visant le travail de son interlocuteur, afin d'en apprendre plus, toujours dans l'idée qu'éventuellement, on pourrait être appelé à investir dans son domaine.

M. Buffett était souvent critiqué d'être constamment absorbé par ses rapports financiers et les chiffres. Il vivait dans une espèce de bulle, dont il ne sortait que très rarement. Dans ses temps libres, dans son travail ou en vacances, il n'avait qu'un désir : se consacrer à sa lecture financière. Sa femme, Susie, disait de lui « Tout ce que Warren a besoin pour être heureux dans la vie, c'est une ampoule de 100W et un livre sur les finances ».

Cette façon de vivre de M. Buffett n'indique pas que tout investisseur doive en faire autant. Il faut simplement garder à l'esprit le contexte dans lequel M. Buffett, de par sa vaste expérience accumulée au fil des années, peut produire d'aussi bons rendements avec un portefeuille de taille modeste. Notons bien ce que M. Buffett a dit : « Avec un seul million, je garantis que je peux faire 50% par an ». Et non pas : « Avec un seul million, tout le monde peut faire 50% par année ».

Le rendement est fonction du temps que l'on est prêt à y consacrer (GARP vs MOS)

Avec un minimum d'intelligence, quiconque peut réussir à la bourse. Nous avons appelé la philosophie du Buffett « secret », le MOS. C'est un nom que nous avons simplement attribué, puisque le MOS était très présent dans les titres qu'il achetait pour son compte personnel.

Nous présentons ici une brève comparaison de la technique GARP (telle que prônée par Buffett) par rapport au MOS. La technique GARP est souvent pratiquée par de bons gestionnaires de portefeuille. GARP signifie « Growth at reasonable price ». Il s'agit donc d'acheter de belles entreprises lorsqu'elles se transigent à un prix raisonnable. Sommes-nous en train de dire que Buffett prêche les titres de croissance? Pas du tout.

Lorsque l'on garde un titre longtemps, dans une optique où on se voit comme un propriétaire d'entreprise, on doit nécessairement obtenir une certaine croissance dans la compagnie convoitée. Un titre acheté pour sa « sous-évaluation » ne comporte pas le même horizon de placement. Un titre peu cher, pour lequel on souhaite une revente à sa juste valeur, sera gardé pendant quelques semaines, quelques mois, ou quelques années tout au plus. Il est totalement illogique de garder un titre sous-évalué pendant 10 ans, à moins qu'une certaine croissance dans l'entreprise offre un rendement intéressant durant ces 10 années.

C'est pourquoi nous pensons que la philosophie de Warren, si populaire auprès du public, s'apparente de beaucoup au style GARP. Le fonds Sequoia de Ruane, Cunniff & Co. était un fonds recommandé par Buffett à ses clients lors de la fermeture de son partnership en 1969. Ce fonds débuta ses opérations en 1970. Le rendement annualisé obtenu jusqu'à aujourd'hui oscille autour des 14%, ce qui correspond à une valeur ajoutée sur l'indice SP 500 d'environ 4% par an. C'est un avantage énorme, puisque que sur une aussi longue période, on obtient 4,7 fois plus d'argent qu'avec l'indice S&P 500.

La loyauté envers ses dirigeants

Lorsque Warren cherche à obtenir le meilleur rendement possible, il préfère l'achat et la revente de titre, plutôt que de les conserver longtemps. Voici ce qu'il dit dans sa lettre du 11 juillet 1968 :

« Comme je l'ai déjà mentionné avant, on ne peut pas faire autant de profits en détenant de façon permanente des entreprises que l'on contrôle que ceux que l'on fait en achetant et revendant de telles entreprises. Néanmoins, elles s'avèrent une forme d'investissement plaisante à long terme (lorsqu'elles sont dirigées par des personnes de haute qualité) tout en procurant un rendement satisfaisant. »

Remarquez bien qu'il fait référence à des positions de contrôle, c'est-à-dire qu'il peut décider où vont aller les profits de l'entreprises chaque année, comme il le fait actuellement avec beaucoup de filiales dans Berkshire Hathaway. Déjà dans les années 60, Buffett prenait des positions importantes dans des sociétés publiques. Elles s'élevaient à des pourcentages assez importants pour « contrôler » l'entreprise visée.

La situation de la détention d'un titre à long terme « sans contrôle » est plus problématique, car Warren ne peut pas décider la façon dont seront réinvestis ou dépensés les profits que l'entreprise génère année après année. Pour Buffett, l'achat et la revente à moyen terme constituent la forme d'investissement la plus rentable. Par moyen terme, nous entendons de une semaine à quelques années. Nous voulons éviter que certaines personnes confondent cette façon d'investir avec le « day trading », où la spéculation est l'élément principal motivant les achats et les ventes.

Lorsque Buffett acquiert une entreprise privée avec Berkshire Hathaway, il préférera la garder longtemps même s'il lui était possible de faire plus d'argent en la revendant. Voici une de ses déclarations, celle-ci à l'égard de son achat de Dexter Shoe (un investissement qui a pourtant mal tourné, et qu'il aurait probablement voulu vendre lorsque les problèmes commençaient) :

« Nous venons d'acheter Dexter Shoe, une grande compagnie de souliers. Lorsque nous effectuons ce type d'acquisition, c'est un peu comme une rencontre romantique. On passe quelques temps avec eux, et nous savons que ce n'est que notre première rencontre. Et finalement, vient le grand moment (mariage). Le jour d'après, est-ce qu'on doit se mettre à penser que si quelqu'un nous offrait deux fois notre prix, ou trois fois, nous vendrions? Je pense que c'est une façon irrationnelle de vivre. C'est un peu comme se marier uniquement pour l'argent. »

Cette déclaration pourrait laisser l'impression que Buffett priorise la détention d'entreprises à long terme. Cependant, ce qui suit explique qu'en fait, il envoie le message suivant aux futurs intéressés : « Vendez votre entreprise à Berkshire Hathaway ».

Voici les raisons pour lesquelles les excellents dirigeants fondateurs aiment vendre leur entreprise à M. Buffett :

- Ils savent que Buffett ne démantèlera pas la business et ne congédiera pas les employés;
- Ils peuvent continuer à y travailler;
- Lorsque l'entreprise appartient à la famille, certains membres qui veulent vendre peuvent le faire, tout en laissant les autres membres gérer l'entreprise, sous le couvert de Berkshire;
- Buffett ne vendra pas l'entreprise (c'est important pour les fondateurs ; ils ne veulent pas voir le fruit d'une vie entière être anéanti par des gens dont l'objectif premier n'est que le profit).

En retour, M. Buffett s'attend à une grande loyauté de la part des dirigeants qui travaillent pour lui. Il s'agit d'un échange mutuel de grand respect. Comment Buffett peut-il vendre dans ces conditions, sous prétexte que la rentabilité n'est plus ce qu'elle était? Imaginez ce qui arriverait le cas échéant. Quel message enverrait-il à tous les autres dirigeants, qui souvent, vont travailler en échange d'un salaire moindre que la compétition, uniquement par loyauté et fierté?

C'est pourquoi on peut facilement être confu lorsque l'on entend des commentaires de Buffett sur ses deux façons d'investir. On doit arriver à les distinguer. Cependant, pour avoir les deux versions, il faut effectuer beaucoup de recherches sur Buffett. La plupart des néophytes ne connaissent que sa facette publicisée, puisque tout ce qu'ils entendent sur lui ne concerne qu'une de ces deux facettes.

La philosophie GARP s'apparente bien avec l'achat d'entreprises privées que l'on conserve très longtemps. Si le message de Buffett était plutôt orienté sur le « MOS », il serait incapable de trouver des candidats importants, et ainsi déployer l'immense réservoir d'argent de Berkshire. Les dirigeants fondateurs seraient bien vexés si la raison principale pour laquelle Buffett souhaite acquérir leur entreprise était surtout pour son faible prix.

Beaucoup de gens croient que Buffett a changé avec les années. On pense qu'il vise plus les critères qualitatifs, plutôt que quantitatifs. Il est vrai qu'il reconnaît davantage la qualité par rapport à l'époque où il étudiait Benjamin Graham, qui fut sa révélation ultime.

Mais si on observe attentivement les achats du portefeuille « secret », on se rend bien vite à l'évidence que la qualité n'est pas le facteur le plus déterminant de Warren. Ses achats de Reits entre 1998 et 2001 (Real Estate Investment Trusts), ainsi que ses achats de titres sud-coréens par la suite, ne démontrent aucune nouvelle tendance vers la qualité plutôt que vers des aspects uniquement quantitatifs. Ces achats, qui ont été tous effectués dans son portefeuille personnel, étaient définitivement orientés sur le MOS. Leur temps de détention s'avérait court, variant probablement de quelques mois à quelques années.

Pour conclure, un individu désirant consacrer seulement quelques heures par semaine pour ses investissements bénéficiera davantage du style GARP que du MOS. La force du GARP repose sur les prises de décisions futures de la direction. Donc, en choisissant des dirigeants hors pairs, on se décharge d'une grande quantité d'analyses qui seraient autrement nécessaires. Lorsqu'il arrive un imprévu ou des opportunités nouvelles pour une entreprise, on compte sur des gens compétents, honnêtes et ambitieux pour prendre les décisions qui influenceront positivement la création de richesse pour les actionnaires. On pourrait comparer les dirigeants d'entreprises à des gestionnaires de portefeuilles.

Lorsque l'on sélectionne avec soin un gestionnaire pour ses avoirs, on se fie sur ses capacités pour agir dans l'intérêt des propriétaires des portefeuilles. On sait d'avance que la bourse change constamment. Il y aura des marchés baissiers et des marchés haussiers. On s'attend donc à ce que les gestionnaires agissent selon les opportunités, en maximisant le rendement et en diminuant les risques. Le travail du propriétaire du portefeuille consiste surtout à évaluer si le gestionnaire fait bien son travail, et non à comprendre et analyser chacun des titres composant son portefeuille. C'est pourquoi l'utilisation d'un gestionnaire occasionne une économie de temps considérable, en échange du paiement d'un certain honoraire.

À l'opposé, une personne disposant de plusieurs heures par jour et qui souhaite surpasser les indices boursiers par une forte marge doit savoir s'en remettre surtout à son propre jugement. Lorsqu'elle analyse les actifs d'une compagnie en particulier, elle doit bien en comprendre toutes les particularités, car se fier sur les dirigeants est loin d'être suffisant dans ce cas précis.

Un exemple concret pour la philosophie du GARP pourrait bien être Berkshire Hathaway. On peut y investir, sans comprendre de façon précise tous les actifs et les passifs (cette compagnie présente une certaine complexité). La grande confiance envers M. Buffett constitue un élément important. Si on remplaçait ce dernier par un individu quelconque, la compréhension de chaque division de la compagnie deviendrait beaucoup plus importante. À défaut de se fier sur les dirigeants, on doit évaluer soi-même l'entreprise dans ses moindres détails, afin d'éviter d'essuyer des pertes importantes en cas d'erreur d'évaluation.

La philosophie du MOS requiert souvent des actifs en collatéraux (voir chapitre 6). Il s'avère crucial de comprendre la composition de ces actifs. Une direction compétente, honnête et ambitieuse peut ajouter au MOS, mais elle ne sera pas suffisante à elle seule. C'est pourquoi un long travail minutieux est requis. Qui plus est, chaque trimestre peut comporter des changements importants dans les états financiers, états qu'il faut suivre de façon assidue.

Afin de bien illustrer les deux philosophies, imaginez que vous devez vous constituer un portefeuille pour 10 ans. Vous devez partir en voyage, sans pouvoir suivre l'évolution de vos titres. Quelle philosophie allez-vous adopter? Le GARP assure un certain succès. Il est impossible de savoir ce qui se passera dans 5 ou 8 ans d'ici. Cependant, on compte fortement sur la direction de chaque entreprise pour prendre les choses en main. Quant au MOS, un suivi constant de trimestre en trimestre, et parfois de jour en jour, est absolument nécessaire. Laisser un tel portefeuille sans suivi pendant 10 ans serait catastrophique, puisque le succès est assuré par le gestionnaire du portefeuille et non par les dirigeants de chacune des entreprises qui le constituent.

11. LE MYSTÈRE PETER LYNCH

M. Lynch est bien connu du milieu de l'investissement. Il a géré le fonds Magellan de Fidelity de 1977 à 1990, en produisant un rendement de plus de 29% par année. Il fut donc l'un des meilleurs gestionnaires de fonds qui n'aient jamais existé. Il a également écrit quelques livres, dont « One Up on Wall Street » ainsi que « Beating The Street ». Ses écrits ont du sens. Il nous apparaît clair que ses recherches sur les titres qu'il envisageait d'acheter étaient accomplies avec beaucoup plus de rigueur que la plupart des gestionnaires de fonds. Mais voici la caractéristique qui nous étonne le plus sur lui : il détenait à certains moments plus de 1000 titres à la fois, dans son portefeuille.

Si avoir plus de 20 titres constitue pour nous une « surdiversification », imaginez 1000 titres! Après avoir lu la littérature de Buffett à ce sujet, on est en droit de se demander si la concentration est vraiment nécessaire pour obtenir des rendements supérieurs, avec des risques moindres.

M. Lynch appliquait d'excellents principes en investissement, qui l'ont beaucoup aidé à bien performer. En voici quelques-uns :

- Investir dans ce que l'on connaît;
- Tester les produits ou les services de la compagnie visée soi-même;
- Favoriser les compagnies avec un bon bilan;
- Sélectionner les compagnies dans lesquelles les dirigeants surveillent de près les dépenses (les compagnies possédant de beaux sièges sociaux somptueux sont donc à éviter).

M. Lynch faisait beaucoup de recherche à la « Fisher ». Philip Fisher est un peu l'opposé de Ben Graham. Ce dernier ne regardait que les chiffres, alors que Fisher questionnait les employés, les fournisseurs, les concurrents, etc. Il jugeait une compagnie davantage sur ses aspects qualitatifs. M. Lynch non seulement faisait beaucoup de recherches, mais il regardait les chiffres des états financiers. Ce dernier point peut faire toute une différence pour un gestionnaire. Simplement lire les états financiers, sans lire les rapports annuels dans leurs moindres détails, procure un avantage indéniable sur les professionnels qui se fient davantage sur les estimés d'analystes.

On pourrait possiblement affirmer que Lynch était à la fois Graham et Fisher, mais avec une proportion plus grande pour Fisher. Buffett a déjà affirmé quant à lui qu'il était à 85% Graham et à 15% Fisher. C'est la conclusion à laquelle il est arrivé, après de longues années de bonne expérience. Nous disons « bonne » expérience, car une année pour Buffett équivaut peut-être à 20 ans pour un gestionnaire ordinaire.

M. Lynch consacrait beaucoup de temps sur son portefeuille, alors qu'il était à la barre du fonds Magellan. Cependant, avec autant de titres (parfois plus de 1000), il lui était évidemment impossible d'allouer tout le temps qui aurait été nécessaire afin de pouvoir étudier à fond chacune des compagnies étudiées. C'est donc la loi de la moyenne qui prévalait. Par rapport à l'information dont il disposait, chaque décision d'investissement était plus risquée). Mais il était ainsi plus diversifié. Il semble que la dilution de la diversification ne posa pas de problèmes de 1977 à 1990.

Nous nous posons donc la question à savoir si le rendement obtenu durant cette période de temps fut une anomalie. Est-ce que le rendement aurait pu être moindre? Durant cette période, le S&P 500 a produit un rendement de plus de 16% par année. Il s'agissait donc d'une période propice pour les actions. Tout de même, son rendement a dépassé l'indice par 13% par an. C'est pourquoi nous cherchons un peu plus loin.

Afin de mieux comprendre sa méthode de recherche, prenons l'exemple bien publicisé de SafeScript Pharmacies, qui fut un échec complet.

SafeScript Pharmacies

Au début de l'année 2003, M. Lynch a acheté progressivement des actions de cette compagnie. Il avait accumulé 1.8 millions d'actions (selon la SEC, en août 2003). Elles ont été acquises sur le marché boursier ainsi que de la compagnie elle-même, en participant au financement de celle-ci. SafeScript était une compagnie en démarrage (bien qu'initialement il s'agissait des restaurants Fresh-N-Lite qui perdaient de l'argent et que la vocation de la compagnie fut changée pour le domaine pharmaceutique). Cette compagnie cherchait à réduire les erreurs dans l'exécution des prescriptions dans les pharmacies. Donc, ils ont créé un logiciel qui envoyait les prescriptions électroniquement aux pharmaciens. Ces derniers n'avaient plus à lire les prescriptions écrites à la main par des médecins, et ainsi risquer de remettre un mauvais médicament à cause d'une erreur de lecture.

L'idée semblait excellente au départ. C'est la façon dont SafeScript enregistrait ses revenus qui présentait un problème. Elle vendait des franchises qui requéraient un important montant d'argent de départ, et par la suite la pharmacie « franchisée » devait verser 4% de ses revenus à SafeScript. Est-ce qu'un tel 4% a du sens? Le revenu moyen d'une pharmacie comme Walgreen est de 9 millions par année¹¹. Il lui en coûterait 360 000\$ par année pour ce logiciel, en plus d'un montant important au départ. Cela semble hautement excessif. Notons aussi que le concept de franchise, en dehors de la vente au détail, est parfois utilisé dans les montages frauduleux.

La compagnie aurait apparemment commencé ses opérations frauduleuses au début de 2002. Heureusement, les états financiers de 2002 sont disponibles sur Edgar. On peut donc voir ce que M. Lynch voyait à cette époque. Or, après plusieurs années de déficit, la compagnie présentait un profit de 4,5M\$ au lieu d'une perte de 2,2M\$ à l'année précédente. Quant aux revenus, il s'agissait principalement de frais de licence, pour un montant de 6M. Cependant, un gros montant a été créé dans les recevables : 4,2M\$.

Les recevables sont élevés parce que les revenus de licence n'étaient pas exigibles en totalité lors de la vente. On prêtait l'argent sur une période supérieure à un an. Dans une telle situation, on ne peut normalement pas enregistrer de tels revenus immédiatement, car l'argent des clients n'a pas encore été reçu. Qui plus est, ces revenus dépendent de la future capacité à payer de ces clients. Donc, le profit de 4,5M\$ est dû à une manigance comptable. L'état des flux de trésorerie démontre clairement que les profits ont été gonflés par les notes à recevoir.

De plus, une série d'irrégularités auraient été potentiellement suffisantes pour faire naître certains doutes :

- Un prêt de 500 000\$ à 8% d'intérêt fut pardonné (soudainement, on n'aurait plus tenu à être remboursé par SafeScript?), créant un gain de 550 000\$ en 2002;
- Un prêt de 1,4M\$ était en défaut en 2001, selon les états financiers. Il aurait été échangé contre des actifs en immobilier, dans un arrangement spécial avec la FDIC (pour lequel nous n'avons pas retracé les détails);
- Une partie importante des dépenses de logiciel étaient capitalisées (on reportait les dépenses sur plusieurs années), alors qu'on enregistrait immédiatement tout revenu à percevoir sur l'utilisation par les clients de ces logiciels (gonflant ainsi temporairement les profits);

¹¹ Ces ventes incluent les produits autres que les médicaments. Cependant, même en considérant uniquement les médicaments, nous pensons que les frais seraient excessifs.

- Le président a eu droit à un plan de compensation intéressant, qui a été monté en 2001. En 2002, il a été annoncé que les dirigeants ont « renoncé » à leur compensation incitative, alors que la compagnie a déclaré un profit de 4.5M (habituellement, les dirigeants sont gourmands lorsque ça va bien, pas lorsque ça va mal);
- Sur les 6 millions de revenu de licence, 58% provenait d'un seul client, ce qui ajoute un élément de risque important;
- La compagnie émettait constamment des actions pour régler des dépenses, payer ses dirigeants, ou effacer des dettes. Par exemple, 10 millions d'actions ont été émises (représentant 28% du solde des actions du début de l'année) pour des dépenses d'ordre légales (avocats, fiscalistes, ...). Il est facile de gonfler des profits lorsque l'on paie des dépenses avec des actions;
- Un conflit d'intérêt important subsistait alors que Curtis Borman (un directeur de la compagnie) était CEO de Mid-American Pharmacies, et cette dernière était l'un des clients-franchisés de Safescript (à qui Mid-American versait des revenus, ou plutôt faisait enregistrer des notes à recevoir).

Il ne s'agit ici que de quelques exemples de « pistes » pour soit creuser plus loin, soit avoir des doutes sérieux quant à la véracité des chiffres. Pour certains points, on arriverait peut-être à trouver une explication, mais si on creuse, on va découvrir beaucoup d'autres irrégularités, rendant complexes l'analyse d'une telle compagnie.

Toutes ces péripéties comptables n'enlèvent rien au « conte de fée » (c'est le nom que nous donnons à l'histoire qui est répétée pour attirer les investisseurs). Si le produit était viable, il y aurait certes un marché intéressant, avec un futur prometteur. Cependant, lorsque l'on fait ses devoirs, il faut s'assurer que les dirigeants n'embobinent pas les actionnaires. M. Lynch avait-il fait ses devoirs?

M. Lynch avait invité le CEO à ses bureaux (le président a pris la peine d'aller le voir, il devait être bien préparé pour les questions!). Il a également envoyé un pharmacien ainsi qu'un expert de la santé inspecter la compagnie. Finalement, un analyste travaillant pour lui est allé visiter le siège social au Texas.

Lorsque la nouvelle de la fraude fut publiée en 2004, la réaction de M. Lynch : « C'est une totale surprise. Une terrible tragédie ». Sa réaction démontre qu'il ne se doutait de rien. Tous les indices existants dans les états financiers lui avaient échappé. Et ce n'est pas étonnant. M. Lynch dit lui-même dans ses livres qu'il faut regarder quelques éléments dans les états financiers, sans s'attarder à tout (contrairement à Buffett, à qui on peut difficilement cacher une virgule). Et c'est un élément crucial à considérer en diversification. Même si on questionne

le président, qu'on voit les employés, qu'on connaît les fournisseurs, la compétition, les états financiers comportent des indices qui peuvent faire toute la différence.

Apparemment, Charles Glasgow, un ancien professeur de collège du Texas de 66 ans, a complètement négligé cette réalité. Après avoir lu le livre « One Up On Wall Street » de Peter Lynch, il s'est mis à avoir une confiance aveugle en l'auteur, par rapport à Safescript. « Il est l'investisseur le plus brillant de tous les temps » avait-il déclaré. Lorsqu'il a su que M. Lynch avait acheté des actions de SafeScript, il s'est dit que si c'était assez bon pour ce grand gestionnaire, c'était assez bon pour lui. Il a investi près de 500 000\$ de ses économies, et a convaincu parents et amis d'en faire autant.

L'erreur ici n'a pas été de copier M. Lynch, mais de négliger les risques à concentrer ses avoirs dans un titre n'offrant pas beaucoup de MOS. M. Lynch perd souvent, mais gagne plus souvent : c'est ce qui assura son succès. Et M. Glasgow a surestimé la méthode Fisher¹² (enquête auprès des personnes entourant l'entreprise) quant au contrôle du risque, alors qu'une enquête uniquement à partir du rapport annuel aurait été suffisante pour proscrire le titre.

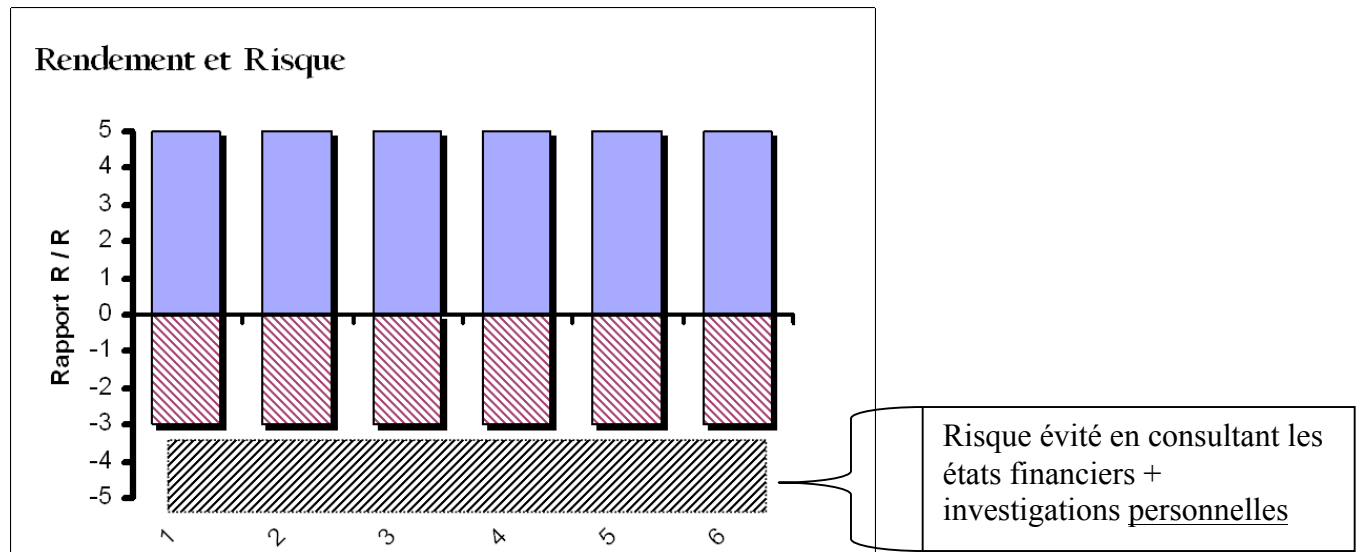
Le mystère Lynch résolu seulement en partie

Parler uniquement de SafeScript ne serait pas rendre justice à M. Lynch. Il a aussi obtenu des rendements phénoménaux, dont le titre de Chrysler qu'il avait acheté en 1982 (le titre s'est multiplié par 50 fois sur 5 ans).

Nous pouvons affirmer avec un certain degré de certitude que M. Lynch peut facilement produire un rendement meilleur que la moyenne. Le simple fait de regarder au moins le bilan et les états des résultats d'une entreprise avant d'investir peut améliorer grandement les résultats. Anthony Bolton, un gestionnaire anglais, a connu d'excellents résultats sur une très longue période de temps (il a pris sa retraite il y a quelques années). Il regardait les états financiers. Et il a déjà mentionné une phrase extrêmement importante : « Les pires erreurs dans mes décisions d'investissement se sont produites avec des compagnies très endettées ». Voici un graphique qui pourrait correspondre au profil rendement / risque de tels investisseurs

¹² Nous ne sommes pas en train de dire que M. Fisher se serait fait prendre au piège. Nous nous référons à lui simplement pour distinguer la base des méthodes de recherches de Phil Fisher et Benjamin Graham. Peut-être que M. Fisher aurait décelé facilement les irrégularités comptables chez SafeScript s'il avait eu à étudier un tel titre.

(6 barres sont présentes, mais on pourrait les remplacer par 1000 barres, avec le même résultat) :



Il est certain que pour obtenir un rendement à long terme plus élevé, il faut prendre moins de risques. Tout le monde peut acheter des centaines d'actions, selon l'espérance des profits futurs. Mais l'idée consiste surtout à éviter les entreprises qui présentent peu de chances de réaliser leurs plans. La barre en bas du graphique désigne la portion de risque qu'on élimine lorsque l'on effectue une certaine recherche. On voit donc qu'on peut réduire le risque, mais il ne sera jamais comparable à un titre présentant une grande quantité de MOS. Donc, il y aura beaucoup de perdants dans la sélection, qui seront compensés par des gagnants.

M. Lynch a produit un rendement de 13% plus élevé que l'indice de référence S&P 500 entre 1977 et 1990. Nous sommes sceptiques quant à la réplique d'un tel rendement dans un autre contexte. (Notons que ce rendement est similaire à celui produit par M. Buffett entre 1956 et 1969, avec ses partnerships).

M. Lynch mentionne lui-même qu'il est irréaliste de s'attendre à un rendement de 30% par an pour un investisseur qui tenterait de mettre en application ses enseignements. Un rendement de 15% serait plus raisonnable. La grande quantité de titres dans le portefeuille de M. Lynch a produit une dilution des rendements qui s'avère énorme ; et malgré tout, le rendement final a été extraordinaire.

Nous vivons une crise du crédit intéressante en ce moment (août 2008), dans laquelle beaucoup de principes de gestion sont remis en question. Nous avons vu plusieurs gestionnaires produire des rendements très respectables (15% et plus par an) sur de longues périodes de temps. Pourtant, beaucoup d'entre eux vivent la catastrophe à l'heure actuelle. Bill Miller constitue un bel exemple. Nous le prenons en référence parce qu'il fut un baromètre important pendant des années (ses exploits ont été fortement médiatisés), mais beaucoup d'autres gestionnaires ont connu un sort semblable au sien. Pendant la crise du crédit, M. Miller a acheté plusieurs titres pour lesquels il entrevoyait une solidité à toute épreuve. Pourtant, ces croyances ont été durement mises à l'épreuve quand ces titres ont connu des désastres, pour aboutir à des pertes permanentes¹³. Ce qui est fascinant, c'est qu'une philosophie peut fonctionner pendant 20 ans, et être remise en question même après 20 ans de bons résultats. Si ces mêmes titres avaient été achetés 15 ans plus tôt, au même prix quant à leur évaluation, les résultats auraient été probablement très différents.

M. Lynch détiendrait actuellement un portefeuille d'environ 50 titres. Nous aimerions bien pouvoir analyser les performances actuelles, puisque la période de 1977 à 1990 ne peut pas servir nécessairement de référence. Cette période survient entre le gros marché baissier de 1969-1974, et l'actuel marché baissier 2007-2008. Quant à 1987, il s'agit du genre de correction qui peut propulser les rendements d'un gestionnaires, s'il parvient à investir durant les moments de panique. Souvent, les rebonds suivant ces corrections sont spectaculaires. Donc, 1987 ne peut pas servir de test pour des rendements à long terme, ni la période de 1990-1991.

Nous avons étudié quelques-uns des titres de M. Lynch, et ils ne correspondent point à nos critères. Mais ce n'est pas étonnant, puisque nous sommes très exigeants sur le MOS et que nous évitons la diversification.

Notre conclusion serait qu'on peut obtenir des rendements supérieurs à la moyenne en suivant ses conseils, sans toutefois atteindre un niveau similaire à M. Buffett, qui constitue l'exception. Nous pensons que le portefeuille personnel de M. Buffett surpasse de loin en termes de rendement tout autre portefeuille, sur une longue période de temps, surtout dans une période de crise comme celle que nous vivons actuellement. Notons qu'entre 1951 et 1960,

¹³ Nous distinguons une perte permanente d'une perte temporaire lorsqu'une compagnie fait faillite par exemple. Dans ce cas-ci, il est certain que la patience ne peut pas compenser pour la perte temporaire : le titre a baissé de façon définitive et irrévocable. Pour compenser les pertes, le gestionnaire devra nécessairement produire des gains sur d'autres titres.

Buffett a obtenu un rendement moyen de 65% par an. Selon lui, l'année 1960 constituerait un point tournant où la taille de son portefeuille commençait à miner ses résultats.

Néanmoins, nous recommandons fortement à quiconque d'étudier Lynch. En fait, il est préférable de tenter d'appliquer ses principes plutôt que les nôtres. Notre philosophie est difficile à appliquer. Nous pouvons dire de façon certaine qu'investir seulement quelques heures par semaine avec la technique du MOS peut conduire à des résultats désastreux. Nous prônons la concentration. Si on investit 40% du portefeuille dans un titre, et qu'un imprévu affecte la compagnie en question, les résultats seront dignes d'un film d'épouvante.¹⁴

Notre marge de sécurité (MOS) est élevée lorsque nous investissons. Mais si on confond un titre ayant peu de MOS pour un titre qui en regorge, c'est fatal. C'est ce que nous avons vu chez tant de gestionnaires qui ont crû voir bien des aubaines dans la dernière année (2008). Visiblement, leurs lunettes de MOS auraient besoin d'un gros nettoyage, puisque là où nous voyions un aboutissement potentiellement catastrophique, certains y voyaient une sécurité à toute épreuve. Nous discutons du piège des fausses aubaines au chapitre 6.

¹⁴ On pourrait rétorquer qu'il suffit de trouver 15 ou 20 titres au MOS élevé. Malheureusement, en trouver seulement quelques-uns requière plusieurs heures par jour.

12. LE MOS : POURQUOI EST-IL SI PEU UTILISÉ

La philosophie reposant sur la marge de sécurité est difficilement applicable par le commun des mortels. Elle requiert tellement de lecture que seuls les plus passionnés réussissent. Même le plus intelligent des êtres humains, ou le plus sophistiqué des ordinateurs ne pourrait pas compenser pour tout l'apprentissage requis dans cette philosophie. Cette dernière exige une évolution constante : si les marchés changent, ou que les conditions d'investissement changent, elle doit être adaptée. Un ordinateur ne pourra jamais réussir à trouver des titres possédant les caractéristiques nécessaires pour les qualifier de « fat pitch »¹⁵. Chaque compagnie et chaque situation peuvent être différentes. Et si jamais il arrivait qu'une machine puisse dénicher ce genre d'opportunités, ces dernières disparaîtraient rapidement. En effet, dès qu'une technique facile à appliquer fonctionne (par exemple, par l'utilisation d'un logiciel, ce que tout le monde peut faire), il en résulte une annulation des aubaines qui auront été détectées.

Il s'agit d'ailleurs de l'une des grandes faiblesses de l'analyse technique. On peut l'apprendre et l'appliquer, dans un laps de temps relativement court (il n'est pas nécessaire de consacrer 50 heures sur un titre). Mais si trop de gens l'utilisent, alors les avantages s'estompent. C'est pourquoi elle semble parfois fonctionner, alors que d'autres fois on réalise qu'avec cette façon d'investir il est très difficile de surpasser les indices boursiers à long terme.

Comme la philosophie de la marge de sécurité exige beaucoup de temps, elle présente une excellente barrière à l'entrée. Peu de gens sont prêts à consacrer temps et efforts pour l'appliquer. Si cette philosophie pouvait s'appliquer facilement, les avantages s'annuleraient rapidement, lorsqu'un trop grand nombre d'adeptes l'adopteraient.

Qu'entendons-nous par « être passionné » lorsque nous référons à cette philosophie? Et bien, nous estimons qu'il faut l'être assez pour y consacrer une grande part de son temps, et ce, pour le restant de sa vie. Et pour réussir mieux que les professionnels, il faut définitivement être plus passionné qu'eux.

L'important en investissement, selon Benjamin Graham, c'est d'être honnête avec soi-même.

¹⁵ Nous appelons « fat pitch » un titre dont le risque est très minime, tout en présentant un gain potentiel très élevé.

Voici ce qu'il a déclaré dans un séminaire en 1974, à l'âge de 80 ans :

« Laissez-moi terminer avec quelques conseils de la part d'un vétéran de 80 ans ayant vécu bien des marchés haussiers et baissiers. Faites ce que vous savez bien faire en tant qu'analystes, et seulement cela. S'il vous est possible de battre le marché en utilisant les graphiques, l'astrologie, ou par le biais d'un don quelconque, c'est ce à quoi vous devez vous attarder. Si vous êtes réellement doué pour sélectionner les titres qui performeront bien d'ici 12 mois, consacrez vos efforts à cette fin. Si vous avez la capacité de prévoir la prochaine tendance économique, en technologie, ou au niveau des préférences des consommateurs, ainsi que mesurer leurs impacts sur le marché des actions, concentrez-vous sur cette activité en particulier. Mais à chaque fois, vous devez être honnêtes envers vous-mêmes, sans vous leurrer, et réviser constamment vos performances, afin de vous prouver que vous avez ce qu'il faut pour produire des résultats significatifs. »

M. Graham donne ici un conseil très valable. Si on croit avoir trouvé LA méthode d'investissement parfaite, et qu'on pense pouvoir l'appliquer avec succès régulièrement, qu'on en fasse l'expérience. Et si on se rend compte (ce qui arrive la plupart du temps) que notre méthode n'est pas infaillible, il faut être prêt à se rendre à l'évidence. C'est la seule façon d'avancer et de constamment s'améliorer.

Nous voyons constamment des investisseurs essayer toutes sortes de choses à la bourse. Trop souvent, ils répètent les mêmes erreurs, mais dans un contexte différent. L'erreur la plus courante est de sous-estimer le degré de difficulté requis pour réussir. Ainsi, on croit souvent avoir trouvé une méthode facile, car on cherche constamment des raccourcis. On veut une méthode simple, facile, et qui nécessite peu de temps. Ce genre de comportements, on ne le voit pas dans le domaine des sciences. Par exemple, imaginez un individu qui voudrait se faire engager par la NASA, et qui au lieu d'étudier pendant plusieurs années à l'école, tenterait plutôt ses propres petites expériences à la maison, sans connaissances de base, et en y allouant seulement quelques heures par semaine.

On sait d'avance qu'il serait voué à l'échec. Alors que pour la bourse, l'illusion du gain facile demeure et sera toujours existante. La seule et unique façon de s'assurer de réussir est en étudiant ceux qui ont réussi à long terme. Normalement, un investisseur qui connaît du succès devient riche. C'est une question de temps. Il faut donc faire très attention à tous ceux qui prônent une technique miracle, s'ils ne sont pas au moins devenus riches en l'utilisant (trop

souvent, c'est surtout la vente de livres décrivant de telles techniques qui contribuent à la fortune de l'auteur, et non l'application éprouvée de la technique elle-même).

Quant au MOS, même si nous pouvons prouver que cette philosophie a amené plusieurs personnes à s'enrichir, elle ne deviendra jamais populaire (heureusement pour nous, sinon la compétition serait trop féroce). Comme l'application de cette philosophie requiert un temps considérable, elle rebute la plupart des investisseurs. Qui plus est, elle demande un apprentissage constant. Nous savons que nous serons meilleurs dans 20 ans que nous le sommes aujourd'hui. Est-ce que cela signifie que nos performances seront meilleures? Malheureusement non, car notre portefeuille aura alors atteint une taille dont les inconvénients surpasseront de loin les avantages dus aux surplus d'apprentissage acquis avec les années. Mais nous pouvons affirmer avec une certaine certitude que ces inconvénients seraient encore plus lourds sans cet apprentissage constant.