

Article de Warren Buffet tiré d'un discours donné à Columbia University en 1984



www.finpedia.fr

L'approche de Benjamin Graham en matière d'analyse de titre repose sur la recherche d'action dans la valeur intrinsèque et largement inférieur à leur cours de bourse. Aujourd'hui beaucoup d'universitaires se montrent plus sceptique quand à cette approche. Ces derniers prétendent que les bourses sont efficientes autrement dit que les prix des actions reflètent tout ce qui est connu tant des perspectives futures des entreprises que l'état de l'économie. Ainsi selon eux il n'y a pas de titre sous-évalué car il existe une multitude d'analystes financiers capables qui mettent à profit toute information connue pour permettre l'émergence sans risque d'erreur du juste prix; Quant à ceux qui semblent année après année battre le marché c'est seulement parce qu'ils ont de la chance. Si les prix reflètent pleinement toute l'information disponible ce type d'habileté est hors de question, écris l'auteur d'un de ces livres de façon péremptoire et bien oui peut-être. Mais j'aimerais vous

présenter un groupe d'investisseurs qui ont réussi plusieurs années de suite à obtenir de meilleure performance que le S&P 500

Avant que nous ne commençons cet examen j'aimerais que vous imaginiez un concours national de pile ou face.

Supposant que nous demandions à 225 millions d'Américains demain matin de jouer un dollar à pile ou face. Au lever du soleil se lève et place tout leur Paris. Chaque perdant donnera un dollar au gagnant. Tous les jours les perdants sont sortis de la compétition et les gagnants remettent en jeu tout leur gains le lendemain. Ou 10e jour, il restera quelques 220 000 américains qui auront correctement parler 10 fois de suite. Chacun d'eux aura déjà gagné un peu plus de 1000 dollars.

La nature humaine est en ce qu'elle est il est prévisible que ces gagnants commenceront à se faire mousser. Même s'ils demeurent modeste, il n'est pas exclu qu'à l'occasion de réception, ils se vantent de la belle intuition dont ils ont fait preuve à ce jeu.

En supposant que les gagnants continuent à gagner tout l'enjeu, il ne faudra pas plus de 10 jours pour que se dégage 215 individus ayant gagné 20 fois de suite et, ce faisant ayant transformé 1 dollar en un million de dollars.

Globalement 215 millions de dollars auront été perdu et 215 millions gagnés.

À ce moment, il est probable que les heureux élus commenceront à perdre la tête. Il se mettront à écrire des livres du genre comment j'ai gagné en 20 jours un million de dollars avec 1 dollar en poche et on y passera pas plus de

30 secondes par jour. Pire encore ils organiseront conférence et séminaires dans tous les pays sur l'art du pile ou face, s'en prenant au sceptique et aux scientifiques en déclinant sur tous les modes. Comment se fait-il si c'est impossible que nous soyons 215 à y être arrivé? C'est alors que des professeurs d'école de gestion nous rappelleront, sarcastique, que si 225 millions d'orang-outan c'était engagé sur le même challenge, le résultat aurait été le même: 215 orang-outan à l'égo démesuré parce qu'ils auraient gagné 20 fois de suite. De tout cela je dirais que les exemples que je vais vous soumettre d'y faire sur bien des points de la parabole précédente car:

- si vous aviez pris 225 millions d'orang-outan représentatif de la population américaine
- s'il ne restait que 215 gagnants après 20 jours
- et vous vous rendiez compte que 40 d'entre eux provenaient d'un même zoo à Omaha

Vous penseriez bien avoir découvert quelque chose. La première chose que vous feriez, serait d'aller voir le gardien du zoo et de l'interviewer sur les habitudes de ses orang-outans: que mange-t-il est-ce qu'ils font des exercices précis quel livre a-t-il eu et Dieu c'est quoi encore. Autrement dit, si vous déconniez une concentration extraordinaire de succès, vous chercherez les d'abord à savoir si ses succès ne partagent pas une même caractéristique ou un facteur commun pouvant être la cause de cette concentration.

Une analyse scientifique suivrait naturellement une telle méthodologie. Si vous essayez d'étudier les causes possibles d'une forme rare de cancer avec disons 1500 cas par an aux

USA et que cela vous mène à trouver que 400 cas ont été décelés dans une même petite communauté minière du Montana, vous vous intéresseriez immédiatement à l'analyse de l'eau courante à l'occupation de ceux qui sont affectés par la maladie et à bien d'autres paramètres. Vous savez de façon sûre qu'une concentration de cas n'est pas le fruit du hasard. Ainsi vous ne connaîtriez peut-être pas la cause et vous sauriez dans quelle direction chercher.

Je me permets de soumettre à votre sagacité le fait qu'il y a bien les manières de définir une origine autre que géographique. On peut citer en particulier une même origine intellectuelle. Je pense que vous ne tarderez pas à découvrir qu'un nombre 10 proportionné de joueurs gagnants dans le monde de l'investissement sont originaires d'un petit village intellectuel que j'appellerai Graham-Dodd. L'origine d'une concentration qui ne peut être simplement expliqué par le hasard peut-être retrouvée dans ce village intellectuel particulier.

Il existe pourtant des hypothèses qui ôteraient toute signification à cette concentration. Après tout, on pourrait imaginer que sur ces 215 individus, une centaine ne fait qu'imiter les paris passés par une personnalité particulièrement persuasive. Qu'il joue pile, et nos 100 suiveurs joueraient pile aussi. Et si ce leader était un de nos 215 qualifiés, le fait que 100 d'entre eux proviennent de la même origine intellectuelle nous prouverait plus rien. Vous ne feriez que ramener 100 cas à un seul. De même, supposons que nous vivions ici aux USA dans une société très patriarcale ou, par simplicité, tout foyer serait composé de 10 membres. Prétendant aussi que cette culture

patriarcale soit aussi forte que sur les 225 millions de joueurs du premier jour, tous les membres d'un même foyer suivraient le pari du chef du foyer. Maintenant, si après 20 jours nous nous retrouvons avec 215 gagnants, nous nous rendons compte qu'ils sont issus de 21,5 foyers différents. Les naïfs prétendront alors que ce résultat est la preuve que le succès du pile ou face est explicable par l'hérédité, ce qui est bien sûr une absurdité. En fait l'explication est qu'au lieu de nous retrouver avec 215 gagnants nous nous retrouverons avec 21,5 familles gagnantes distribués parfaitement au hasard.

Pour en revenir à notre groupe d'investisseur individuel auquel je me réfère. Il y a eu un patriarche intellectuel commun Benjamin Graham. Mais dans ce cas, les enfants qui sont partis très tôt de ce foyer intellectuel, ont joué à pile ou face tout à fait indépendamment et on fait des paris forts différents les uns des autres. Ils ont suivi des chemins divers, acheter vendu des valeurs différentes et pourtant leur performance combinée est tellement bonne qu'elle ne peut être mise sur le compte de la chance. Elle ne peut certainement pas être expliquée par le fait qu'il prenait les mêmes paris que leur leader. Ici le patriarche a simplement élaboré la théorie intellectuelle permettant de prendre des décisions, mais chaque étudiant décida d'appliquer cette théorie à sa façon. Le fil intellectuel commun partagé par tous les investisseurs venant de graham- dodd est le suivant: ils recherchent tous des différences entre la valeur d'une affaire et le prix de chacune des pièces de l'affaire fixé par le marché. Ils ne font qu'exploiter ces différences, sans trop

se soucier de ce que disent les théoriciens des marchés efficients, sans se préoccuper d'acheter le lundi plutôt que le vendredi, de savoir si on est en janvier ou en juillet... Est-il utile de préciser que lorsque des hommes d'affaires achètent des sociétés, ce que font exactement nos investisseurs à la Graham and Dodd au travers des bourses, ils se moquent bien d'intégrer dans leur paramètres dictant leur décision le jour de la semaine ou l'année pendant laquelle la transaction aura lieu.

Est-il utile de préciser que nos investisseurs à la Graham&Dodd ne s'intéresseront ni aux bêta des actions ni au modèle de Sharp ou de Markowitz, ni à la covariance des rentabilités entre les titres. Ces sujets ne les intéressent absolument pas, et je pense que nombre d'entre eux aurait même du mal à définir tous ces termes. Si nous est égal de savoir quel jour une affaire est achetée, je suis alors très étonné de voir combien de chercheurs et d'universitaires investissent autant de temps et d'efforts pour décider quand il faut acheter ses affaires en pièces détachées.

Ces investisseurs se concentrent exclusivement sur deux paramètres le prix et la valeur de l'affaire. Je suis toujours également étonné de voir le nombre d'études consacrées à l'observation des comportements des prix ou des volumes et de toutes ces astuces qui passionnent les chartistes. Pouvez-vous vous imaginer un seul instant décider d'acquérir une affaire parce que son prix a fortement augmenté la semaine dernière où il y a 2 semaines? Il est évident que la raison pour laquelle ses études de prix et de volume se sont multipliés, c'est galère des ordinateurs il devient facile de manipuler toutes les statistiques de marché. Et ce n'est pas

forcément parce que ces études offrent un intérêt quelconque qu'elles se sont multipliées, c'est plus prosaïquement que les données sont là et que les chercheurs ne se sont épargnés aucun effort pour obtenir la compétence mathématique nécessaire pour en faire usage. Une fois ses compétences acquises, n'est-ce pas un péché de ne pas les exploiter? Quant à savoir si un tel usage offre un intérêt quelconque et ne représente pas un danger, je rappellerai ce que disait souvent un de mes vieux amis pour un homme qui tient un marteau tout ressemble à un coup.

Je pense que ce groupe qui appartient à la même chapelle intellectuelle, mérite une étude sérieuse. D'ailleurs malgré le nombre de recherches universitaires portant sur l'étude de variables comme les prix les volumes les variations saisonnières la capitalisation et autres pour expliquer les performances des actions, aucune de ces chargée d'étudier les méthodes utilisées par ce groupe atypique de gagnant appartenant tous à l'école des investissements par la valeur.

Je commencerai cette étude de performance en revenant à un groupe de quatre individus ayant travaillé ensemble à La Graham Newman Corporation entre 1954 et 1956. Nous n'étions que quatre, envoyez donc que ces noms n'ont pas été choisis parmi des milliers. Je m'étais proposé de travailler pour rien chez grand Newman après avoir suivi un de ses cours. Pourtant Graham refuse à mon offre de service des gens disant que j'étais sur évalué. Il prenait ce machin de valeur particulièrement à cœur. Après pas mal de tergiversation, il se résolu enfin me prendre avec lui. Graham Newman était alors composé de trois associés et de nous quatre qui avions le rang de simple assistant. Nous

sommes tous partis entre 1955 et 1957 l'époque où l'agence fut fermée. Il m'a été possible de retrouver les performances d'investissement de trois d'entre nous.

Le premier exemple est celui de Walter Schloss. Walter n'est jamais à la l'université, mais il prie un jour à cours du soir avec Benjamin Graham. C'était en 1955 et depuis, il réalisa en l'espace de 28 ans des performances époustouflantes. Voilà ce que dit Adam Smith de Walter dans son livre « super monnaie » après que je lui ai présenté. Il n'y a pas de relation, aucun accès privilégié à la formation pratiquement personne ne le connaît à Wall Street et personne ne l'aide. Dans des livres et les rapports annuels qu'il étudie, il ne s'intéresse qu'aux chiffres, c'est à peu près tout ce qu'il fait. Après qu'il me lui présentait, Warren m'avait dit il n'oublie jamais qu'il gère de l'argent qui ne lui appartient pas, ce qui ne fait que renforcer la version qui va le perdre il est d'une intégrité totale et il connaît parfaitement ses limites. Pour lui l'argent est titres sont plus que du papier, c'est pour cela qu'il est attiré par le concept de marge de sécurité. Walter est le champion de la diversification, il n'est pas inhabituel qu'il détienne plus de 100 titres simultanément en portefeuille. Il s'est parfaitement comment identifier ses titres qui se vendent beaucoup moins cher que la valeur qu'il représente auprès d'autres opérateurs industriels. Il sentit à cela. Il se fiche bien de savoir si on est en janvier, si c'est lundi, ou si c'est une année d'élection. Tout ce qu'il dit c'est que si une affaire vaut 1 dollar et qu'il peut l'acheter pour 45 il ne peut lui arriver que de bonnes choses. Notre deuxième exemple est celui de Tom Knapp, il y a aussi travaillé chez grave

Newman avec moi. Tom est sorti de Preston un diplômé de chimie en poche, juste avant d'être envoyé à la guerre. Lorsqu'il en revint, il était devenu un vrai squatteur des plages. C'est alors qu'un beau jour, il a pris que David donne allait donner un cours du soir à colombien. Tom suivit ce cours en auditeur libre, et ce qu'il y a pris l'intérêt ça tellement qu'il s'inscrivit dans la foulée à la Columbia Business School et obtint un MBA. Ensuite il suivit de nouveau le cours de Dom ainsi que celui de Graham. Il y a quelques temps alors que je me préparais cet exposé, j'appelais Tom au téléphone pour vérifier certains points avec lui. Je le retrouve encore une fois à la plage mais la plage maintenant lui appartenait et aussi bonne que celle obtenue sur les affaires contrôlées. Le troisième membre de ce groupe forma en 1960 en 1957 le buffet partner ship. Il y a eu certainement raison d'en partir en 1969. Depuis lors d'une certaine manière sa nouvelle structure opérationnelle Berkshire Hathaway fut la continuité de ce parc marcher. Aucun indice individuel de performance n'est à mon avis suffisant pour juger complètement des résultats de Berkshire. Ceci étant quel que soit l'indicateur retenu sa lecture sera toujours bonne.

Le séquoia fund était géré par un homme que j'ai bien connu en 1951 dans le cours de Benjamin Graham, Bill Buane. Ce fond enregistra une rentabilité brutale capitalisée de 18,2 % entre 1970 et 1984 alors que l'appréciation moyenne du SP500 ne fut que de 10 %. Le parcours de Buane fut plutôt original, après sa sortie de la Harvard Business School, l'immigrer un wall Street. C'est là qu'il réalisa qu'il manquait la pratique de l'investissement. Il prie

pour cette raison le cours de Benjamin à la Colombia, c'est là que nous nous sommes rencontrés. C'est performances enregistrées entre 1951 et 1970 sur des fonds relativement peu importe sont bien supérieurs à la moyenne. Quand je travaille à la mise en route du buffet partner ship, je proposais à Bill de lancer un autre fond pour s'occuper de l'argent des associés, c'est ainsi que démarrer le séquoia found. Il le lance ça au plus mauvais moment, alors que je décidais de me retirer du marché. Il débuta sur une bourse à deux vitesses, ce qui représente les conditions de travail les plus difficiles qu'il soit en terme de performance comparative pour l'investissement selon la valeur. Avec plaisir que je dois reconnaître qu'au vu des résultats, cela n'empêcha pas mes partenaires de les renouveler leur confiance en le dotant de fonds supplémentaires. Il n'y a aucun jugement à posteriori ici. Bill a été le seul gérant que je me sois permis de recommander à mes partenaires. J'aimerais dire à l'époque que s'il gagne annuellement 4 points de plus que le S P500 ce serait une forte bonne performance. Bill fit bien mieux, bien qu'il en va à gérer des sommes de plus en plus importantes ce qui rend les choses d'autant plus d'autant plus difficile. La taille du fond est un facteur clé pour la performance, aucun doute là-dessus. En clair plus vous grandissez et plus vos performances doivent se rapprocher de la moyenne. Et si jamais vous en veniez à gérer 2000 milliards de dollars ce qui est la capitalisation la capitalisation boursière de l'ensemble des bourses mondiales, je ne pense pas qu'à l'heure on parviendrait à faire mieux que la moyenne. Je pourrais ajouter que les performances que nous avons passé en revue ont été obtenus sur des portefeuilles forts différents et sans

duplication. Tous ces hommes sélectionnent les titres de leur portefeuille lorsque des contradictions apparaissent entre le cours et la valeur, ceci étant ils font leur sélection très différemment les uns des autres. On est loin de l'histoire où l'un fait le jeu et 50 autres s'empressent de le suivre.

Le 5e exemple celui d'un de mes amis diplômé en droit d'Harvard qui fut longtemps la tête d'un important cabinet d'avocat. Quand je l'ai retrouvé en 1960 je lui ai dit que le droit c'est bien pour les loisirs et qu'il y avait mieux à faire pour utiliser son temps. Et de ce fait, ne tarda pas à lancer un fond de gestion qui se situe à l'opposé de ce que fit Walter. Son portefeuille était composé de très peu de titres et par conséquent ces performances furent bien plus volatiles. Néanmoins ses choix étaient aussi dictés par le concept d'achat à discount par rapport à la valeur. Il s'accommodait fort bien une plus grande fluctuation des résultats, c'était d'ailleurs un garçon dans les penchants psychologiques l'entraînant à rechercher toujours une plus grande concentration. Ces résultats furent époustouflants. Rendements annuels de 19,8 % de 1962 à 1975 alors que le Dow Jones n'avait progressé que de 5 %. À propos, ses performances sont celles de Charlie Munger, encore un homme qui n'était pas issu du sérail des Business School, mes diplômés de USA l'université de California du Sud, il était diplômé en mathématiques. Travaillera après la fac IBM où il fut vendeur d'ordinateur des amis durant. Après que j'ai réussi à passer le virus à Charlie, ce dernier lui le revis là. Je veux parler de Rick Guérin. Rick enregistrera de 1965 à 1983 une performance composée de 22200 % contre un gain de 316 % pour le aspi 500 sur la même période, sur

les 10 dernières années la performance composée était de 6,06 % contre - 1,59 % pour le S P500. Différence il considère comme statistiquement significative, et peut-être simplement parce qu'il lui manque le bagage intellectuel donné par une bonne Business School. Gros ici une parenthèse j'ai toujours été surpris que l'idée consistant à essayer d'acheter un billet d'avollar pour 47 arrive à prendre immédiatement chez les gens ou pas du tout. C'est comme une inoculation. Si elle ne prend pas tout de suite, vous avez beau faire tous les efforts et montrer toutes sortes de preuves elle ne prendra jamais. Il semble que certains n'arrive tout simplement pas appréhender le concept. Un confrère comme Rick Guérin qui n'a aucune instruction financière, comprend tout de suite une approche orientée sur la valeur et que l'appliquer en 5 minutes. Je n'ai jamais connu personne qui se soit converti progressivement à cette approche. Et il semblerait que cela n'est rien à voir avec le quotient intellectuel ou le niveau d'instruction universitaire. C'est instantané ou ce n'est pas.

J'en parlerai enfin des performances tout à fait exceptionnelles de deux fonds de pension dont je me suis occupé. Je ne l'ai pas choisi à partir de douzaine de fonds pour lesquels j'aurais pu avoir mon mot à dire, non ce sont les seuls fronts que j'ai influencé. Dans les deux je n'ai fait qu'encourager leur société de gestion respective à faire appel à des gérants partageant l'approche d'investissement par la valeur. Le premier était le fond de pension des salariés du Washington Post. Il était géré par une grande banque il y a quelques années, et j'ai suggéré au comité qu'il ferait mieux de sélectionner un manager ayant une

orientation par la valeur. Depuis lors, leur performance générale les places dorénavant dans le premier centime soit 1 % de l'univers de comparaison composé de plusieurs centaines de fonds de pension. Le Washington Post demande à au gérant de conserver au moins 25 % de la valeur du fond en obligation, ce qui n'était pas forcément leur choix. Malgré ce handicap, il se retrouvait dans le premier sentier de tous les Francs gérés. Si cette performance ne prend pas en compte beaucoup d'années, elle est le résultat de très nombreuses décisions d'investissement prise par trois gérants, qu'il a encore n'ont pas été identifié rétroactivement. Le tableau de performance du fond de pension de la FMC Corporation et tout aussi éloquent. Si si je ne gère pas un seul centime de ce fond, je suis à l'origine du choix de leur gérants qui ont tous une approche de l'investissement « value ». Il se retrouve dorénavant classé en tête dans le guide des performances de fonds de pension édité par Becker qui classe des fonds comparables sur la même période. L'an dernier, ils avaient fait appel à mille gérants en titre ayant au moins un an d'ancienneté chez eux. Cette d'entre eux avaient enregistré une performance cumulée supérieure à celle du SnP, et l'ensemble avait une performance pour l'année supérieure ou SNP. La différence nette entre la performance moyenne de l'univers des fonds et la performance réelle du FMC se montait, en cumul sur la période les sommes générées, à 243 millions de dollars. SMC l'explique uniquement par le critère retenu pour la sélection des gérants. Si ces managers ne sont pas forcément ceux que j'aurais sélectionné, ils ont un dénominateur commun, celui de sélectionner leur titre sur la base de la théorie de la valeur. C'est performances

sont donc celles de joueurs de pile ou face venant tous de Graham. Ce n'est pas comme si j'avais cité la liste des gagnants du Loto donc je n'avais jamais entendu parler avant le tirage. J'ai sélectionné ces hommes il y a des années, seulement sur la base de leur philosophie d'investissement. Je savais ce qu'on en avait enseigné et j'avais de plus une connaissance directe de leur intellect, de leur caractère et de leur tempérament. Il est essentiel que chacun comprenne que ce groupe a encore eu des risques bien moindre que la moyenne. Il suffit de voir pour cela leur bonne performance les années où le marché était fessiers. Bien que c'est gérant ait pu avoir des systèmes et des styles différents, ils font toujours comme si vous achetez une affaire, pas une action. Certains d'entre eux achètent d'ailleurs à l'occasion toute l'affaire. D'autres préfèrent se concentrer sur une poignée de titre. Mais tous exploite les différences existants entre le cours et la valeur est très simple de la société. Je suis convaincu qu'il y a de nombreuses lacunes sur le marché. Et que les investisseurs de Graham donnent n'en fait que combler les fossés qui s'était creusé entre le cours et la valeur. Car le prix des titres peut être influencé à Wall Street par un instinct grégaire. Quand on sait que le cours côté n'est que le prix marginal déterminé suivant les cas soit par l'opérateur le plus cupide soit par le plus anxieux ou le plus déprimé, il est difficile de prétendre que le marché fixe les prix de façon rationnelle. De fait les prix de marché vont bien souvent aucun sens. Je voudrais signaler afin important concernant le couple risque rentabilité. Il déca ou les éléments de risque et de rentabilité sont liés de façon positive. Si quelqu'un venait à me dire, j'ai un pistolet à 6 balles et j'ai mis juste une balle. Voulez-

vous faire tourner le barillet et tirer? Si vous survivez je vous donnerai un million de dollars, je pense que je déclinerai son offre, prétextant peut-être que ma vie vaut plus que cela. Il pourrait alors m'offrir 5 millions pour tirer la gâchette deux fois. Ainsi nous aurions une corrélation positive entre le risque et la récompense! L'exact opposé est vrai quand il s'agit d'investissement selon la valeur. Si vous achetez un billet d'un dollar pour 70, cela est plus risqué que si vous l'achetez pour 40. Pourtant l'espérance de récompense est plus grande dans le deuxième cas que dans le premier. Plus le potentiel de gain est important en cas de portefeuille par la théorie de la valeur, et moins le risque est important. C'est ce que Benjamin Graham voulait dire en parlant de marge de sécurité. Ne cherchez pas à acquérir des affaires valant 83 millions de dollars pour 80 millions de dollars. Vous vous octroyer une marge beaucoup plus large. Si vous envisagez de construire un pont supposé soutenir des charges de 30 tonnes, je vais en sorte qu'il puisse supporter jusqu'à 60 tonnes de charges. Ce même principe est utilisé dans le monde de l'investissement.

En conclusion, les plus cyniques d'entre vous se demanderont bien pourquoi j'ai écrit un tel article. Car plus il y aura de convertir l'approche selon la valeur et plus cela réduira à l'écart entre le cours et sa valeur. Je ne peux vous dire que le secret est connu maintenant depuis 50 ans, époque Benjamin Graham et David Dodd ont écrit « Security analysis » Pourtant je n'ai pu déceler aucune recrudescence de l'utilisation de cette forme d'investissement et cela fait 35 ans que je suis à Wall Street.

C'est comme s'il y avait chez l'homme un très pervers qui encouragerait à rendre difficile les choses les plus faciles. Le monde universitaire, pour ne parler que de lui, c'est rétracté chaque fois qu'il fait question depuis 30 ans d'enseigner les méthodes d'investissement selon la valeur, il est probable que cela continuera dans l'avenir. Il y aura pour longtemps encore, d'énormes écarts entre le cours et la valeur sur les marchés, et ceux qui auront lu leur Graham & Dodd continueront à prospérer.