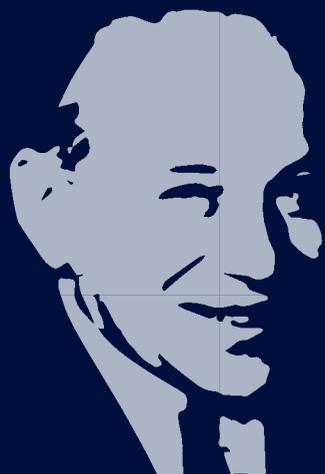


LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

JUILLET 2014



VALEUR
QUALITÉ
discipline



La confession d'un disciple de Warren Buffett

*Allocution de M. Richard Rooney, Président et chef des placements de
Gestion d'actifs Burgundy, présentée à la London Value Investor Conference le 22 mai 2014.*

LA TRIBU DES INVESTISSEURS AXÉS SUR LA VALEUR REGROUPE DIVERS CLANS : les *Orthodoxes*, les *Baissiers*, les *Fanatiques de l'or*, et les *Disciples de Warren Buffett*. Ces groupes sont unis par l'admiration qu'ils vouent à Ben Graham, le premier, et toujours le plus grand, des défenseurs de la philosophie de la tribu ; toutefois, ils sont loin de partager leurs vues à certains sujets.

Les Orthodoxes

C'est le plus grand groupe et le clan originaire de la tribu ; ses tenants recourent à la méthode statistique orthodoxe qui consiste à fouiller le marché en vue de dénicher des titres qui se négocient à fort rabais, et ils possèdent un portefeuille de titres bon marché. C'est là une façon sûre d'investir avec une marge de sécurité élevée et d'obtenir de bons rendements à long terme. La plupart de ces investisseurs sont axés sur la valeur et utilisent

les méthodes des maîtres à penser de cette approche. Ben Graham, William Ruane, Walter Schloss et Peter Cundill sont leurs modèles, même si la plupart d'entre nous n'avons pas la souplesse et la créativité de ces investisseurs exceptionnels. Sachez que je ne n'associe pas de caractère péjoratif au concept de l'orthodoxie ; ce n'est que le courant de pensée principal dont les autres sont issus.

Les Baissiers

Comme le nom l'indique, les Baissiers voient le marché avec leur pessimisme caractéristique. Habituellement, ils scrutent les statistiques à la recherche de titres bon marché qu'ils tamisent dans un contexte de scénarios de désastres macroéconomiques saupoudré d'une forte dose d'Oswald Spengler. Ces investisseurs ne trouvent jamais les cours suffisamment bon marché pour

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

investir la totalité de leurs avoirs. Toutes les crises qui peuvent survenir sont perçues comme le prologue d'une catastrophe en devenir, de sorte qu'ils attendent toujours de meilleures occasions. En guise de consolation de ne pas être pleinement investis, les Baissiers possèdent un sens aigu de l'absurde, ce qui les place parmi les plus pénétrants et les plus hilarants critiques d'un secteur sur lequel on peut compter pour créer de nouvelles absurdités. Comme un vieil adage le disait, les Baissiers font de l'argent.

Les Fanatiques de l'or

Les Fanatiques de l'or prennent généralement place dans le camp des investisseurs axés sur la valeur. On comprend très bien que des gens obsédés par la valeur puissent se soucier de la valeur de la monnaie d'échange. Comme nous le savons, Ben Graham était troublé par la tendance des gouvernements de dévaluer la monnaie et, à plusieurs occasions, il présenta à des comités du Congrès ses idées concernant la pérennité des réserves. Cette préoccupation concernant l'intégrité monétaire est donc bien enracinée dans notre philosophie. Le profond souci de permanence et de protection contre l'inflation indique que les Fanatiques de l'or peuvent avoir une vision qui leur est propre et, comme le reste de la tribu, ils font de l'argent.

Les Disciples de Warren Buffett

Il y a enfin un groupe que les autres membres de la tribu ont tendance à voir avec une certaine suspicion. Ces investisseurs possèdent des actions qui se négocient souvent à un multiple de leur valeur comptable et dont le bilan justifie rarement l'évaluation que leur accorde le marché. Dans leurs évaluations, ils prennent en compte des hypothèses particulières concernant les bénéfiques à venir. Ils ont tendance à détenir des portefeuilles concentrés de sociétés de haute qualité auxquels ils apportent rarement des changements. Ce sont les investisseurs que j'appelle les Disciples de Warren Buffett, le clan auquel j'appartiens.

Un grand nombre d'investisseurs axés sur la valeur ont des vues ambivalentes concernant la philoso-

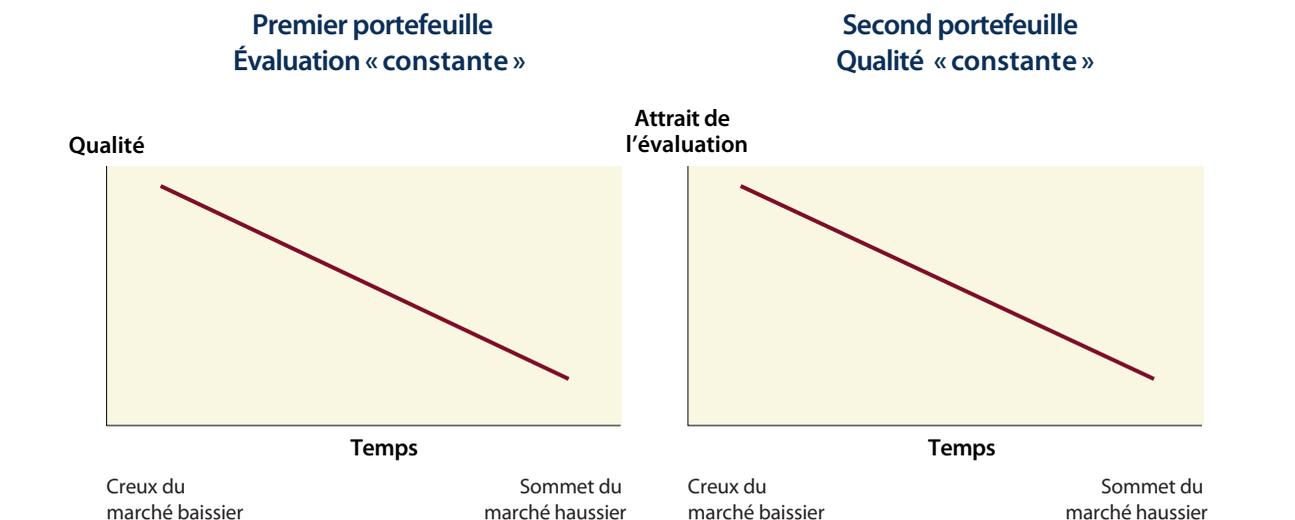
phie de Warren Buffett. Ils ne peuvent nier la correspondance de ses vues avec celles de Benjamin Graham, car il a littéralement étudié sous Graham à l'université Columbia, et il est le seul étudiant auquel Graham a accordé une note A+ dans son cours. Il était un employé de Graham-Newman, l'incubateur de grands investisseurs axés sur la valeur, et il fut un indéfectible associé et admirateur de M. Graham. Il est également l'investisseur qui a eu le plus de succès de tous les temps, et le seul à se hisser parmi les plus riches au monde en ne faisant fructifier son capital que dans des titres négociés en Bourse. Qui pourrait désavouer un tel investisseur.

Les méthodes de Buffett sont cependant fort différentes de celles présentées par Graham et Dodd. Elles sont très différentes, au point de paraître suspectes aux yeux de certains investisseurs axés sur la valeur qui considèrent Buffett comme un cas particulier, un disciple brillant, mais en dérive, dont les méthodes ne visaient qu'un cas spécifique à un moment précis, sans constituer un véritable modèle du secteur de l'investissement axé sur la valeur. Ayant moi-même d'abord été formé aux valeurs profondes de l'école de Graham avant d'ensuite migrer vers l'approche qualité-valeur, j'ai toujours cherché des façons de réconcilier les deux factions de ce tandem au sein de la tribu.

Je ne parle pas au nom de M. Buffett en quelque façon que ce soit. En huit occasions, j'ai assisté à son assemblée générale annuelle à Omaha, mais il ne saurait même pas me reconnaître. De plus, nos capacités respectives ne sont aucunement comparables. J'ai même songé à titrer cette présentation « *Tenter d'investir comme Warren Buffett sans être Warren Buffett* ». Nous tentons néanmoins tous d'être à la hauteur de ce géant de notre secteur, même si peu d'entre nous peuvent se hisser à ce niveau. Ma tâche aujourd'hui est de présenter ce que je considère être les principes de l'école de l'investissement axé sur la valeur, et de démontrer qu'ils s'inscrivent dans la ligne de pensée et l'expérience de Benjamin Graham et de Warren Buffett.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

Évaluation et qualité constantes



La valeur constante vs la qualité constante

Imaginez que vous gérez deux portefeuilles. Dans le premier, le portefeuille à évaluation constante, vous souhaitez maintenir les évaluations stables à travers les cycles du marché, en appliquant un programme destiné à maintenir les ratios cours/bénéfices (C/B), les ratios cours/valeur comptable, etc. à un niveau peu élevé. Dans le second portefeuille, celui à qualité constante, c'est plutôt la qualité que vous viserez à maintenir constante, telle que mesurée par de solides données bilancielles, par des rendements élevés sur le capital engagé et par des flux financiers disponibles peu volatils.

Imaginez également que vous amorcez ce processus au creux d'un marché baissier, au moment même où abondent en Bourse les titres sous-évalués. Au départ, un certain nombre de titres peuvent se retrouver dans les deux portefeuilles, mais au fil du temps, la composition des portefeuilles va changer et diverger à plusieurs égards.

Dans le portefeuille dirigé en fonction de la valeur, au fur et à mesure que les cours cibles sont atteints, le gestionnaire doit étendre ses recher-

ches toujours plus profondément pour profiter de rabais de toutes sortes. L'activité risque fort d'être très intense dans ce portefeuille. Avec la propension du marché à prendre des risques plus grands, il ne reste en fin de cycle que les titres risqués qui soient bon marché et il devient probable que la qualité du portefeuille s'étiolle au fil du temps. Souvenez-vous que cet exercice est purement statistique, et que tout rabais, quel qu'il soit, aura l'heur de plaire au portefeuille, peu importe que cela soit dû à un phénomène de cyclicité ou de complexité, à un déclin à long terme, à une gestion incompétente ou à des tensions géopolitiques.

Dans le portefeuille géré en fonction de la qualité, certains titres cesseront de convenir sous l'effet incessant de forces du capitalisme tels les changements technologiques, le raccourcissement du cycle de vie des produits ou la mondialisation. Dans le cas des sociétés américaines, les dirigeants vont piller les entreprises et diluer la valeur des actions sous l'impact de leurs programmes de rémunération. Le roulement des titres sera inférieur à celui du portefeuille dirigé en fonction de la valeur alors que les évaluations vont avoir tendance à monter considérablement après le creux du marché. Étant donné la nature homogène

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

de l'univers des investissements de qualité, très peu de zones offrant des occasions permettront d'améliorer l'évaluation du portefeuille sans sacrifier la qualité.

Il s'en suit que si la valeur statistique d'un portefeuille est maintenue constante, la qualité fléchit ; à l'inverse, si la qualité est maintenue constante, c'est la valeur qui en souffre.

Ce bref et très réducteur palabre dépeint le gouffre qui sépare les investisseurs axés sur la valeur de ceux qui misent sur la qualité. Je crois que, bien utilisées, les deux approches peuvent produire d'abondants rendements pour les investisseurs. Je crois également que ces deux approches découlent des méthodes et des expériences de Benjamin Graham. Comme premier argument, permettez-moi une citation tirée du chapitre 20 de *The Intelligent Investor* :

« Le risque de payer trop cher pour des titres de bonne qualité est bien réel, mais ce n'est pas le plus sérieux des risques qui posent une difficulté à l'acheteur moyen d'actions. Nos observations sur plusieurs années nous ont appris que la principale cause de pertes des investisseurs résulte de l'achat d'actions de qualité inférieure en période favorable aux affaires. »

De toute évidence, M. Graham a effectué bien avant nous nos expériences par la pensée. Les investisseurs qui se concentrent trop sur la qualité au détriment de la valeur peuvent se retrouver

dépourvus de marge de sécurité dans leurs investissements. Dans le marché « *Nifty Fifty* » de 1972 et lors de la mini-bulle de la qualité à l'été 1998, les évaluations des sociétés de qualité ont atteint des points extrêmes. Il s'en suivit que les portefeuilles d'actions de qualité où l'on privilégie les « achats à conserver » ont sous-performé pour plusieurs années par la suite avant de dépasser les niveaux précédemment atteints. Même dans ces cas limites, les solides bases d'affaires des sociétés ont fait que le cours de leurs actions a en général effacé leurs pertes et leurs rendements à long terme furent satisfaisants.

À l'inverse, les investisseurs qui se concentrent trop sur la valeur analytique et pas assez sur la qualité risquent de se retrouver dans une situation encore pire. Le dernier cycle économique nous en fournit un bon exemple. En 2007 et 2008, plusieurs des investisseurs axés sur la valeur étaient portés à détenir beaucoup de titres financiers ou tributaires des cycles de crédit qui étaient alors historiquement bon marché, de même que beaucoup de titres liés au cycle des marchandises dont le ratio C/B était peu élevé. Beaucoup de ces acheteurs ont perdu plus d'argent que la moyenne des investisseurs dans la chute du marché, leurs placements encaissant souvent des pertes irrécupérables.

Un calcul de marge de sécurité qui ne tient pas suffisamment compte de la qualité est au moins aussi risqué que les calculs qui comptent trop sur la qualité et pas assez sur la valeur.

GEICO

UN EXEMPLE DE L'APPROCHE QUALITÉ-VALEUR

J'ai promis plus tôt de montrer comment l'approche qualité-valeur est bien dans la foulée de Graham.

L'explication du phénomène se retrouve dans l'investissement de Ben Graham dans GEICO et, plus particulièrement dans l'analyse qu'il fit de la situation. Aux yeux du clan des Orthodoxes,

GEICO dévoile un aspect un peu troublant de la carrière de Graham, car il semblait violer plusieurs de ses principes dans cet investissement.

Voici un résumé de cette affaire : en 1948, Ben Graham eut une occasion d'acquérir 50 % de GEICO, une entreprise de revente directe d'assurances dont le marketing était centré sur les employés de gouvernements, ceux-ci étant reconnus comme un groupe à risque moins

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

élevé. Il plaça 25 % du capital du partenariat Graham-Newman dans l'investissement. Contraint peu après par le gouvernement d'essayer cette acquisition à ses investisseurs, le placement se révéla être un des meilleurs placements au monde de l'époque. Graham avait dit à ce sujet en 1960 :

« L'entreprise évolua si bien que le prix de ses actions fut rapidement porté à plus de 200 fois le prix de notre acquisition... ainsi, presque dès le début, le cours du titre devint beaucoup trop élevé selon les normes de placement du partenariat. Étant donné que les partenaires considéraient la société comme une "entreprise familiale", ils choisirent de maintenir leur importante participation dans les actions, malgré la hausse spectaculaire du titre... Ironiquement, la somme des profits tirés de cette décision d'investissement dépassa largement tous les profits réalisés au cours de 20 années d'intense activité de placement du partenariat dans son secteur de prédilection, et ce, sans compter tout le temps consacré à de nombreuses réflexions et autant de décisions individuelles. »

Je crois que ce paragraphe foncièrement franc porte le germe d'une nouvelle façon de penser en matière d'investissements. Je retiens trois éléments cruciaux de cette histoire de GEICO.

Tout d'abord, considérons la question de l'ampleur de l'investissement. Graham était normalement inflexible en matière de diversification et suggérait que les investisseurs devaient détenir au moins 30 titres dans leurs portefeuilles ; lui-même détenait généralement jusqu'à 75 positions dans les portefeuilles Graham-Newman. Quant à Buffett, il avait notoirement déclaré que « *La diversification est une défense contre l'ignorance.* », et il concentrait fortement et sans ambages ses placements dans des sociétés qu'il croyait comprendre.

Ensuite, il y a la brillante façon à laquelle recourut Graham pour rationaliser sa position

dans GEICO malgré une pondération du titre fortement supérieure au niveau avec lequel il se sentait normalement à l'aise. Il décida tout simplement de considérer l'investissement comme une entreprise familiale. Voilà qui est élégant. Scrutant les grandes fortunes bâties dans des économies libres à travers le monde, il avait en effet constaté que la possession par des familles, de grands intérêts dans des sociétés éminemment rentables était la norme. Buffett traitait ses placements de la même façon, ayant même déclaré que trois de ses positions étaient « ... des composantes permanentes de Berkshire plutôt que des marchandises dont on dispose à la faveur de cours élevés sur le marché. » — bien sûr, un de ces trois investissements était GEICO.

Enfin, il y a une remarque nostalgique de Buffett concernant le rendement de cette simple décision dont la magnificence surpassait toutes les autres prises ensemble au cours de 20 années d'ardent labeur. Je crois que là réside la genèse de l'idée que la prise de moins de décisions peut être préférable. Buffett a popularisé cette notion en disant que « si chacun n'avait qu'un ticket valable pour 20 décisions de placements, nos prises de décisions seraient bien meilleures ».

Graham a également prononcé une phrase clé qui résume sa vision de l'aventure GEICO, et les investisseurs feraient bien d'en prendre note :

« Derrière la chance, ou une décision cruciale, se cachent généralement en arrière-plan la préparation et une capacité disciplinée. »

Pour percevoir et tirer avantage des occasions, l'investisseur intelligent doit être familier avec les techniques de base de l'investissement axé sur la valeur et il doit savoir les utiliser. Je ne crois pas que quiconque puisse adopter avec succès l'approche qualité-valeur sans bien connaître la méthode d'évaluation de Graham et Dodd.

GEICO

LES POINTS À RETENIR

Alors, que pouvons-nous retenir de l'histoire GEICO — tant du premier chapitre de Ben Graham que du second chapitre de Warren Buffett ?

Il y a tout d'abord la concentration des positions. J'ai déjà mentionné la petite phrase assassine de Buffett : « La diversification est une défense contre l'ignorance. »

Après tout, on ne lui prête pas le nom d'« Oracle d'Omaha » sans raison. Et comme les oracles d'antan, ses assertions peuvent être interprétées de différentes façons. Celle-ci me semble pouvoir être vue tant comme un avertissement que comme un désaveu. On ne peut s'imaginer que l'investisseur moyen puisse bénéficier du même niveau de connaissances ni de la même maîtrise que Buffett ou Graham pour prendre ses décisions d'investissement — même pas de loin. Tout investissement comporte des éléments largement méconnus par l'investisseur moyen. Cela ne signifie pas pour autant que l'investisseur ne doive pas s'efforcer de remédier à cette situation, mais la capacité de concentrer ses investissements autant que Buffett le fait de façon routinière ou que Graham l'a fait avec sa position dans GEICO n'appartient pas à tout un chacun.

*Quod licet Iovi, non licet bovi.*¹

La norme chez Burgundy est un portefeuille d'environ 20 à 25 titres ; et cela semble bien nous convenir.

Viennent ensuite nos préférences pour les achats à conserver. Ce critère est particulièrement déroutant pour nos collègues axés sur la valeur, aux yeux desquels il peut nous faire

paraître insuffisamment à contre-courant ou soucieux de la valeur. Par exemple, en 1998, Gillette a atteint le prix approximatif que Procter & Gamble a payé cinq ans plus tard pour acquérir la société. De toute évidence, il n'existait plus de marge de sécurité en 1998, et les investisseurs devraient être prêts à vendre leurs titres qui ne comportent plus de marge de sécurité. Toutefois, une société de qualité peut être détenue presque indéfiniment, tant qu'elle n'est pas entièrement dénuée de marge de sécurité ; on doit faire preuve de beaucoup plus de patience à l'égard des excellentes sociétés qu'avec celles dont la performance est médiocre.

Concernant notre préférence pour les achats à conserver, il y a également notre désir de minimiser le nombre des transactions. Toute transaction engendre des frais et la politique d'acheter pour conserver est une façon économique de faire fructifier le capital sans encourir excessivement de ces frais. De récentes révélations ont confirmé que de nos jours, les transactions avantagent immensément les intermédiaires parasites. À vrai dire, l'inactivité ne nous a jamais paru plus satisfaisante.

Enfin, il n'est plus à démontrer que les investissements de la plus haute qualité sont réalisés lorsqu'ils sont également attrayants sur le plan de la valeur. Lorsqu'en 2009, nous avons constaté que certains de nos amis, adeptes des titres axés sur la valeur, chargeaient leurs portefeuilles de titres de haute qualité, nous avons compris que nous allions réaliser beaucoup d'argent pour nos clients. Lorsque les tenants de la valeur agissent à l'unisson, les résultats sont habituellement excellents.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

Burgundy au Japon

Pour illustrer la véracité de ces dires, je souhaite maintenant vous parler de l'expérience de Burgundy au Japon, une incursion qui s'est avérée pour nous à la fois instructive et adéquatement profitable. Nous avons gagné plus d'argent au Japon au cours des 10 à 15 dernières années qu'avec les grandes sociétés américaines, et considérablement plus que si nous avions investi dans un grand titre indiciel d'actions japonaises. Une raison majeure de cela est que nous avons bénéficié d'un départ tout à fait merveilleux, que nous devons en large mesure à Peter Cundill.

Mon associé en affaires, Tony Arrell avait déjeuné avec M. Cundill vers la fin de 1997. Peter s'était pris d'enthousiasme pour les valeurs qui apparaissaient dans le marché japonais et, vous comprendrez, son engouement pour les occasions de placement était très contagieux. Qui plus est, Tony et moi-même étions alors à la recherche d'occasions pour accroître nos investissements hors de l'Amérique du Nord.

Tous nos clients étaient canadiens à cette époque, et l'économie du Japon était aussi différente de celle du Canada qu'il est possible de l'être. Nous percevions donc que le Japon offrait une exceptionnelle possibilité de diversification et un excellent potentiel de valorisation.

En 1997 sévissait au Japon une crise financière d'envergure. Un marché baissier sans discernement avait sabré l'évaluation des actions et réduit les cours à des niveaux extraordinairement bas. Cette situation apparut pour Tony et pour moi-même comme une occasion rêvée pour lancer un programme d'acquisition d'actions étrangères sans encourir trop de risques, avec des investissements dont le prix réduit était loin de refléter la valeur des actifs ou de leur capacité de générer des bénéfices.

Nous nous sommes donc rendus au Japon où nous avons séjourné pendant presque tout le mois de janvier. Ce fut un voyage plutôt déprimant. J'avais oublié à quel point les équipes de gestion japonaises pouvaient avoir des vues étroites et combien peu

les dirigeants se souciaient des actionnaires. De toute évidence, de nombreux obstacles s'opposaient au Japon à l'utilisation de notre approche axée sur la qualité.

Pendant notre voyage de retour au Canada, j'entrepris de feuilleter le *Japan Company Handbook*, un guide précieux pour les investisseurs étrangers au Japon. Je fus immédiatement captivé à nouveau par le trésor extraordinaire de valeurs que recelait le secteur des petites et moyennes sociétés au Japon.

Conscient de la mise en garde de Buffett sur la diversification et percevant dans une certaine mesure l'étendue de mon ignorance, j'entrepris d'établir un portefeuille de 60 titres dont 20 auraient un fonds de roulement net-netⁱⁱ positif, 20 autres seraient des sociétés à encaisse élevée, à ratio c/b bas et ayant réalisé une croissance des ventes, fût-elle-même modeste, au cours des cinq années précédentes et, enfin, 20 autres sociétés parmi les mieux connues des grandes sociétés se négociant à un faible ratio c/b.

Quelque 1 800 titres se négociaient alors à un cours ne dépassant pas le montant de leur fonds de roulement net-net. Nous pouvions nous permettre d'élever graduellement la barre de la qualité des valeurs net-net. Ou encore, nous pouvions exiger que les sociétés aient au moins 40 % de fonds de roulement net-net, qu'elles n'aient pas enregistré de pertes au cours des cinq années précédentes, et qu'elles aient réalisé un rendement sur l'avoir propre d'au moins 5 % sur la même période, et ainsi de suite. Pour le tenant de la valeur qui réside en moi, ce fut une phase de béate gratification.

En mars nous engageons Craig Pho, à titre d'analyste du fonds et, au milieu de 2001, on lui confia le contrôle du portefeuille. Lorsqu'il se joignit à notre équipe, je lui avais révélé notre petit secret : nous étions profondément ignorants et il faudrait des années pour nous mettre à la hauteur.

Six mois suffirent. À l'automne de 1998, le gouvernement japonais injecta du capital dans les banques encore sur pied et mit au point un programme de fusion des plus faibles d'entre elles — les Bourses s'emballèrent. En septembre 1999, le rendement

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

sur un an de notre fonds japonais était de 130,2 % (en dollars canadiens), un record inégalé à ce jour pour un fonds de Burgundy. Merci, Peter Cundill.

En général, les plus grosses sociétés du portefeuille furent des pétards mouillés, manquant pitoyablement de s'apprécier comme le firent les petites et moyennes sociétés du portefeuille. Les meilleures parmi nos sociétés à fonds de roulement net-net eurent une bonne tenue, alors que certains des titres négociés à plus fort rabais firent du sur place. Les grandes surprises nous vinrent des petites sociétés en croissance que nous avons ajoutées au portefeuille. Par exemple, Park 24, un exploitant de parcs de stationnement à Tokyo, passa de 1 440 ¥ à 8 000 ¥ ; Colin Corporation, un petit fabricant, passa de 900 ¥ à 9 720 ¥. Le plus frénétique de nos placements fut sans doute Drake Beam Morin Japan, une toute petite société de remplacement externe du personnel dont nous avons acheté des actions en juillet 1998, alors que sa capitalisation boursière était d'environ 30 M \$US. Nous avons vendu notre position en avril 1999 à sept fois notre coût d'acquisition ; à l'automne, le titre tripla à nouveau.

Par la suite, nous avons dû vendre toutes ces actions. Après 1999, le marché japonais amorça une longue période de dépression. Notre fonds ne retrouva sa valeur de 1999 qu'en 2006 et la surpassa décisivement en mars 2010. Vous devez être patient pour investir au Japon.

Notre première année d'investissement au Japon avait néanmoins donné le ton à notre stratégie. Nous avons recherché des sociétés de haute qualité dont l'encaisse net-net était positive. Nous avons tenté de trouver des sociétés dont l'encaisse était élevée qui avaient su faire croître leurs affaires et, lorsque c'était possible, nous nous informions auprès de leurs dirigeants concernant la répartition du capital. À de rares exceptions près, nous croyons que la répartition du capital au Japon a changé du tout au tout, au point de devenir méconnaissable. Les rachats d'actions et les dividendes sont de plus en plus fréquents et généreux chez les sociétés japonaises dont nous

détenons des actions, et cela a eu un effet bénéfique sur leur performance.

Au fil de notre apprentissage, nos portefeuilles sont devenus de plus en plus concentrés dans des titres de sociétés de haute qualité bien dirigées. Bien que rares, des entreprises de ce type existent. Notre portefeuille d'entreprises de toutes tailles, qui est biaisé en faveur des petites sociétés, comporte des actions de 34 sociétés, alors que notre portefeuille d'entreprises capitalisées à plus de 1 milliard de dollars américains n'en compte que 15.

Au 31 mars 2014, notre fonds Asian Equity Fundⁱⁱⁱ affichait un rendement annuel de 8,8 % sur les 16 années de notre présence au Japon, alors que le rendement de l'indice repaire MSCI Japan fut de 1,0 %. En termes absolus, cela n'est peut-être pas très impressionnant, mais tout de même mieux que le rendement de 3,7 % que l'indice S&P 500 a offert aux investisseurs canadiens pendant la même période de 16 ans. J'inclus cette information ici, car l'indice S&P 500 est l'indice par excellence au monde sur le plan de la qualité. Je crois que le fait d'avoir surclassé à long terme cet indice avec des titres japonais constitue une réalisation respectable.

Burgundy au Japon

	1 an	5 ans	10 ans	15 ans
Burgundy Asian Equity Fund	21,8 %	13,5 %	5,7 %	8,3 %
MSCI Japan Index	17,1 %	7,7 %	0,6 %	1,0 %
S&P 500 Index	32,4 %	18,0 %	5,6 %	3,7 %

Valeurs annualisées au 31 mars 2014
en % CA, avant honoraires

Nos investissements au Japon ont bien joué leur rôle en tant qu'instrument de diversification. En 2008, alors que les Bourses s'effondraient à travers le monde, le yen s'est renforcé par rapport au dollar canadien et notre fond a réalisé un rendement positif de 17 % (en dollars canadiens) au cours de cette année.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

Même si l'effet du taux de change fut déterminant, la performance de notre fonds a dépassé de 26 % celle de l'indice japonais pour cette année-là. L'approche qualitative s'est avérée très fiable comme protection contre les mouvements à la baisse. Nous avons mesuré les résultats cumulés des 12 précédents mois à la fin de chacun des 180 mois depuis la création du fonds en 1998. Cet indice reparaît était en baisse à la fin de 87 des 180 mois de cette période de 15 ans, ce qui veut dire que pendant plus de 48 % des mois de la période d'existence du fonds, nous investissions dans un marché en recul par rapport à l'année précédente. Or, lors de 82 de ces 87 mois de déclin du marché, soit au cours de 94 % de toutes les périodes de déclin, le rendement sur un an du fonds Burgundy a surclassé le marché en produisant soit un plus petit recul, ou un gain. Nos investissements axés sur la valeur ont donc efficacement protégé nos clients contre les fréquents et considérables reculs du marché au Japon.

Nous sommes enclins à croire que plusieurs des investisseurs qui se sont précipités au Japon au cours de la même période que nous ont subi de très lourdes pertes et qu'ils ont dans bien des cas découvert que le marché pouvait demeurer irrationnel pendant plus longtemps que la période au cours de laquelle leurs clients pouvaient contenir leur impatience. Dans un pays où il n'y a pas place pour les prises de contrôle d'entreprises, où les sociétés sont exploitées au bénéfice des employés et des communautés plutôt que pour celui des actionnaires, où la croissance est trop lente pour jouer un rôle de catalyseur et où la sophistication financière est incroyablement lente à s'implanter, plusieurs des fonctions normales d'arbitrage des marchés n'entrent tout simplement pas en jeu.

Ce serait ici pour moi le moment de vous faire part d'un vraiment bon investissement à faire au Japon. Si tant est que je le puisse. Les extraordinairement agressives politiques monétaires du

gouvernement Abe ont eu pour effet de faire flamber le cours des actions japonaises. Alors que pendant des années, le Japon a été la meilleure et la plus fiable des régions d'investissement pour Burgundy, nos marges de sécurité indiquent aujourd'hui que c'est la plus chère. Notre encaisse atteint désormais des niveaux sans précédent.

Conclusion

Mon objectif était de montrer que la philosophie de l'investissement axée sur la valeur, malgré d'évidentes différences de construction et de comportement, est fondée sur les principes de Ben Graham, incluant l'important principe de la marge de sécurité. Elle découle de l'expérience vécue de Graham et de Buffett, particulièrement du cas de GEICO. Lorsqu'appliquée avec discipline et une constante attention à l'évaluation, l'approche qualité-valeur permet de composer le capital à faible coût, et s'est avérée efficace à protéger nos investisseurs contre les pertes.

Pour illustrer notre approche, j'ai utilisé l'exemple de notre présence au Japon, celle-ci nous ayant fourni une occasion d'utiliser l'approche de la valeur comme assise initiale pour ensuite migrer vers l'approche qualité-valeur à la faveur de notre progression en expérience et en connaissance. L'approche axée sur la valeur nous a dans un premier temps protégés contre les reculs et nous a permis de réaliser d'excellents rendements à l'issue de la crise. Même après la disparition des extraordinaires sous-évaluations, la performance des sociétés japonaises de qualité a continué de nous permettre de faire croître notre capital pour nos clients en nous protégeant contre les pertes.

Je crois que cela signifie que nous investissons toujours avec une marge de sécurité, et que de tels investissements — que vous soyez un investisseur du clan des Orthodoxes, des Baissiers, des Fanatiques de l'or ou des Disciples de Warren Buffett — sont la marque d'un investisseur axé sur la valeur.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

Notes

- i. *Quod licet Iovi, non licet bovi* — traduit du latin : « Les dieux peuvent faire ce dont les bovins sont incapables »
- ii. Net-net : un investissement dans une société dont l'encaisse excède la somme du passif à court terme et du passif à long terme. Pour Graham, un investissement dans les actions est attrayant si sa valeur marchande est inférieure à son fonds de roulement net-net.
- iii. Originellement connu comme le Burgundy Japan Fund et limité aux actions de sociétés japonaises jusqu'en décembre 2006. Toujours concentré sur les actions japonaises avec un minimum d'investissements de 85 % en avoirs japonais, le fonds peut toutefois maintenant comporter des placements dans des valeurs d'autres régions asiatiques.

Avis

Tous les taux de rendement sont des taux annuels historiques composés et pondérés par le temps, hors frais de gestion, mais après imputation des frais administratifs. Les investisseurs doivent comprendre que leurs investissements ne sont pas garantis, que leur valeur peut changer fréquemment et que la performance antérieure peut ne pas se répéter. Les investissements dans les fonds de Burgundy présument du réinvestissement de tous les dividendes et des distributions ; ils n'encourent pas de frais de vente, de rachat, de distribution, de frais optionnels, ou de commissions de maintien qui réduiraient le rendement. Les taux de rendement ne tiennent également pas compte des impôts sur le revenu payables par les détenteurs de parts.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY



**GESTION D'ACTIFS BURGUNDY
A POUR RÔLE DE PROTÉGER ET DE FAIRE
CROÎTRE LE CAPITAL DE SES CLIENTS**

**NOUS NOUS DÉDIONS À RÉALISER DES
RENDEMENTS À LONG TERME SUPÉRIEURS
ET À OFFRIR UN SERVICE EXCEPTIONNEL**



Bay Wellington Tower, Brookfield Place, 181 Bay Street
Bureau 4510, C.P. 778, Toronto, ON M5J 2T3
T: (416) 869-3222
Sans frais: 1 (888) 480-1790
Fax: (416) 869-1700

1501, avenue McGill College
Bureau 2090, Montréal, QC H3A 3M8
T: (514) 844-8091
Sans frais: 1 (877) 844-8091
Fax: (514) 844-7797

info@burgundyasset.com
www.burgundyasset.com