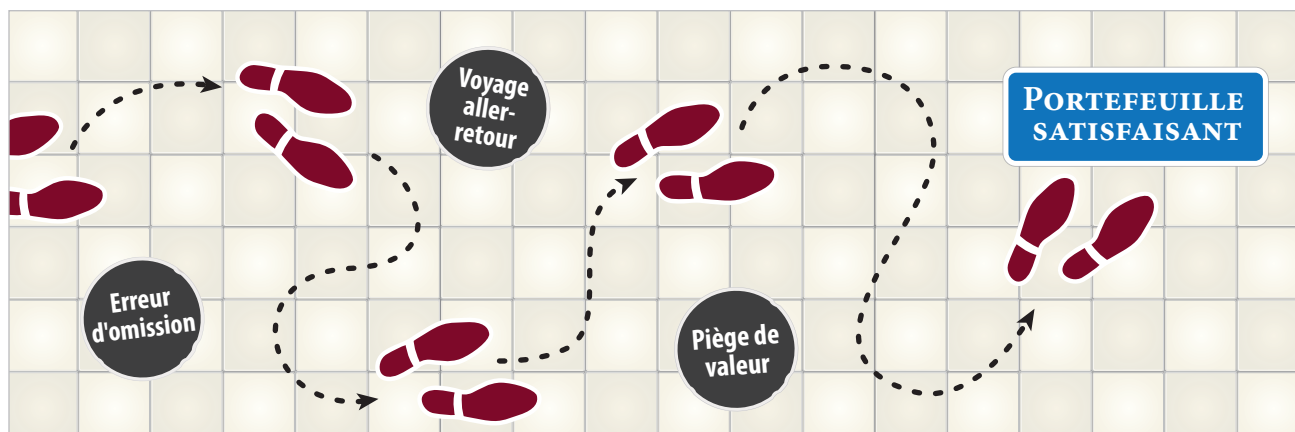


La PERSPECTIVE de BURGUNDY



ERREURS À ÉVITER EN MATIÈRE DE PLACEMENTS

L'approche de placement axée sur la valeur repose sur un principe simple : effectuer l'achat de l'action lorsque son cours est inférieur à sa valeur intrinsèque. Or, « simple » n'est pas toujours synonyme de « facile ». De nombreux obstacles se dressent sur la voie de la réussite lorsqu'il est question d'investissement.

LES INVESTISSEURS AXÉS SUR LA VALEUR COMMETTENT FRÉQUEMMENT LES TROIS MÊMES ERREURS COURANTES. Dans ce numéro de *La perspective de Burgundy*, nous identifierons ces erreurs et émettrons des hypothèses sur certaines de leurs causes. Nous élaborerons ensuite un cadre pour en réduire la fréquence en nous inspirant du nouveau livre de l'économiste Richard Thaler et en examinant les approches respectives de MM. Ben Graham et Warren Buffett. En emboîtant le pas à ces pionniers des placements axés sur la valeur, les investisseurs devraient être mieux outillés pour les éviter.

Erreurs courantes

Quelles sont ces trois erreurs? La première est de ne pas acheter les actions d'une excellente société lorsqu'elles sont à la baisse, dans l'espoir d'obtenir un prix encore plus avantageux, et d'être témoin, à la place, de leur remontée. Ces personnes se retrouvent à l'écart, assistant avec impuissance à la croissance de la

valeur intrinsèque du placement et du rendement destiné aux actionnaires pour de nombreuses années à venir. Il s'agit alors d'une énorme occasion manquée, que M. Buffett qualifie d'« erreur d'omission ».

La deuxième erreur consiste à acheter l'action au bon moment pour ensuite s'éprendre de la société pendant que le cours de son action augmente et, de ne pas liquider le titre lorsque celui-ci atteint sa juste valeur. Ces personnes sont alors entraînées dans le sillage de la société quand cette dernière redescend la pente. C'est un « voyage aller-retour ». Dans ce cas-ci, l'occasion manquée provient d'une vente d'actions qui ne s'est jamais concrétisée.

La troisième erreur consiste à investir dans un « piège de valeur », c'est-à-dire, des sociétés dont le cours de l'action n'augmente jamais, ou baisse lorsque sa valeur intrinsèque fléchit après l'achat initial.

Les investisseurs expérimentés axés sur la valeur ont commis à plusieurs reprises chacune de ces

erreurs. Trouver une façon de les éviter peut grandement favoriser la valeur de leur portefeuille. L'une des idées visant à encourager les investisseurs à mieux se comporter est tirée du nouveau livre de Richard Thaler, intitulé *Misbehaving*.¹

M. Thaler a rédigé cet ouvrage pour commémorer une carrière vouée à l'étude de l'économie comportementale. Cette sous-catégorie de la « science lugubre » et son domaine connexe, la finance

Les humains ont tendance à commettre des erreurs systématiques et prévisibles en se fiant à des règles empiriques floues, des anecdotes et des stéréotypes au moment de prendre des décisions.

comportementale, ont vu le jour au cours des dernières décennies, après que l'hypothèse fondamentale de la théorie économique – soit que les gens sont rationnels, impassibles et ont une

facilité naturelle avec les statistiques au moment de faire des choix – a été carrément démentie. Selon M. Thaler et d'autres comportementalistes, les humains ont plutôt tendance à commettre des erreurs systématiques et prévisibles en se fiant à des règles empiriques floues, à des anecdotes et à des stéréotypes au moment de prendre des décisions. Effectivement, nous ne sommes pas de véritables optimiseurs détenant la parfaite information.

Deux types d'utilité

M. Thaler a identifié deux types d'utilité. En économie, le terme « utilité » sert à mesurer la satisfaction ou la fonctionnalité. Bien qu'il soit impossible de la mesurer avec précision, l'utilité est ce que nous ciblons tous. Pour les investisseurs, plus de richesse amène plus d'opportunités, et de meilleurs rendements à long terme qui se traduisent par une plus grande utilité.

L'utilité d'acquisition

M. Thaler a surnommé la première utilité, « utilité d'acquisition ». Dans le jargon économique,

elle désigne le degré de satisfaction obtenu, moins le prix pour l'obtenir. Elle s'apparente à la notion économique du surplus du consommateur, qui calcule la différence entre le prix qu'un consommateur serait

Utilité d'acquisition

Valeur perçue > prix du marché

disposé à payer pour obtenir un produit et son prix actuel. Donc, si, à titre de consommateur, vous considérez qu'un produit vaut plus que son prix coûtant, vous bénéficierez d'une utilité d'acquisition abondante en l'achetant.

Un prix équitable pour un produit donné est connu parce qu'on peut le valider sur le marché. Un consommateur qui s'attend à ce que la valeur du produit excède, à long terme, ce juste prix peut créer une utilité d'acquisition en l'achetant. La plupart des adolescents qui font l'achat du plus récent iPhone avec leur revenu d'emploi à temps partiel ou leur allocation, témoignent de ce qui précède. Posséder un produit dont on ne peut pas se passer, peu importe son prix, procure une grande satisfaction.

Utilité de transaction

En revanche, les consommateurs croient que la majorité des produits ne valent pas plus que le « juste » prix, ou prix typique, en vertu duquel ceux-ci sont offerts. Dans la plupart des cas, les acheteurs tentent et paient moins que le prix considéré comme étant « juste », sans l'excéder. Et, chaque fois qu'ils

Utilité de transaction

Prix d'achat < juste prix

peuvent se procurer un produit pour moins que le prix qu'il se vend normalement, leur satisfaction s'amplifie. M. Thaler qualifie ce deuxième type de satisfaction d'utilité de transaction.

L'utilité de transaction représente la satisfaction de faire une bonne affaire. Elle survient quand vous achetez un produit à un prix inférieur à son juste prix

typique. Donc, si vous pouvez vous procurer un tube de pâte dentifrice pour 2 \$, au lieu du prix habituel de 4 \$, vous obtenez une certaine utilité de transaction.

Les utilités d'acquisition et de transaction dans le domaine de l'investissement

Appliquons maintenant les deux utilités de M. Thaler au domaine de l'investissement. Rappelons-nous que l'utilité d'acquisition découle de la satisfaction obtenue lorsqu'on accorde à un achat une valeur de loin supérieure à son prix coûtant. Au niveau de l'investissement, cette situation se présente lorsque l'investisseur identifie une valeur qu'il espère voir se démarquer à long terme alors que la société accroîtra sa valeur économique. Comme cette valeur ne peut être calculée à l'aide d'aucune mesure statistique concrète, elle est moins tangible. Cet achat crée une utilité d'acquisition parce que l'investisseur s'attend à ce qu'il dégage un rendement à long terme appréciable, à mesure que la valeur du placement s'accroîtra sur plusieurs années.

L'utilité d'acquisition est créée lors de l'achat car l'investisseur s'attend à un rendement appréciable à long terme, à mesure que la valeur du placement s'accroîtra sur plusieurs années.

Qu'en est-il de l'utilité de transaction? Les investisseurs l'obtiennent lorsqu'ils bénéficient d'un prix d'aubaine à l'achat d'un titre. C'est une bonne affaire. C'est une aubaine si le ratio cours-bénéfice, le ratio cours-valeur comptable ou le rendement boursier, ou tous ces facteurs, par exemple, sont beaucoup plus attrayants qu'ils le sont habituellement pour ce type de titre. La satisfaction des investisseurs découle de leurs attentes selon lesquelles, en raison du prix d'aubaine, l'investissement enregistre un rendement positif si les paramètres d'évaluation statistique regagnent éventuellement des niveaux plus typiques à mesure que le cours du titre augmentera.

Bien que ces deux types d'utilité soient le fruit d'attentes relatives aux rendements futurs, ils ne sont pas identiques. L'utilité de transaction consiste à faire une bonne affaire. Vous allez au magasin pour acheter du shampoing et constatez que le détergent à vaisselle est en solde, alors vous en achetez aussi. Vos amis et voisins conviendront sans doute que vous avez fait une bonne affaire, et la satisfaction proviendra de l'obtention d'un prix réduit, et non de vos attentes concernant l'utilité future des produits.

Il en va de même pour les titres bon marché. Les investisseurs n'ont pas tous les reins assez solides pour attendre que le prix touche le fond du baril pour faire l'achat de l'action, mais la majorité d'entre eux conviendront sans doute qu'ils ont obtenu un titre en vertu d'un prix statistiquement bas comparativement aux normes historiques. Le sentiment de satisfaction lorsque l'on achète un titre bon marché, est similaire à celui de faire une bonne affaire.

À l'opposé, l'utilité d'acquisition s'apparente à la satisfaction qui provient de l'achat d'une maison de la bonne taille et du bon style, dans le bon quartier, que vous prévoyez habiter pendant plusieurs années. Dix personnes différentes auront sans doute dix opinions différentes et dix niveaux d'utilité différents concernant cet achat. Selon leurs goûts et leur mode de vie, certaines considéreront même que le prix de la maison est excessif. L'esprit crée une utilité d'acquisition personnelle, ainsi qu'un sentiment d'appartenance, car il imagine la satisfaction à long terme qui découlera du fait d'habiter pendant de nombreuses années dans une excellente maison qui convient parfaitement à nos besoins.

Les investisseurs qui ciblent l'utilité d'acquisition ont la même mentalité. Puisque l'attrait d'une excellente société est plus difficile à prouver, statistiquement parlant, que celui du titre bon marché dont nous avons parlé plus haut, moins de gens considéreront que celle-ci recèle une valeur intéressante. Or, dans ce cas, les acheteurs estiment que la plus-value du placement au fil du temps

prouvera éventuellement que cet achat constituait une bonne affaire. En jargon économique, ils considèrent la valeur actuelle de la valeur future que la société pourra créer comme étant suffisamment élevée, par rapport au cours de l'action en vigueur, pour justifier l'achat.

Chacune de ces utilités s'apparente à une source de rendement prévu différente. L'utilité de transaction consiste à faire une bonne affaire. Les investisseurs qui visent ce genre de satisfaction tentent d'acheter des titres en fonction d'un rabais considérable par rapport à leur valeur intrinsèque, c'est-à-dire ceux dotés d'une bonne « marge de sécurité », terme du cru de M. Graham. Lorsque l'écart entre le prix d'achat et la valeur intrinsèque se resserre, les investisseurs enregistrent des rendements positifs.

En revanche, les investisseurs qui ciblent l'utilité d'acquisition misent sur la croissance de la valeur à long terme pour obtenir leur rendement. L'ampleur du rabais est moins importante, mais il est essentiel que la valeur intrinsèque augmente considérablement à long terme. La valeur du placement s'accroîtra de pair avec la valeur intrinsèque et engendrera des rendements positifs.

L'utilité de transaction consiste à faire une bonne affaire.

Quelle utilité doit-on viser?

Il y a deux types d'utilité à viser, chacun offrant une source de rendement différente. Ils comportent aussi des risques différents. À titre d'exemple, tournons de nouveau notre attention vers les erreurs courantes en matière d'investissement.

Les deux premières erreurs surviennent lorsque les investisseurs confondent les types d'utilité que ceux-ci ciblent. La première erreur, celle d'omission – c'est-à-dire l'omission d'acheter le titre d'une excellente société lorsqu'il chute, pour le voir rebondir par la suite et s'accroître pendant de nombreuses années après – survient lorsqu'on cible l'utilité de transaction,

alors qu'on devrait se concentrer sur l'utilité d'acquisition. Le fait d'éviter d'agir en espérant réaliser une économie importante par rapport à la valeur intrinsèque est contre-productif si la société est réellement excellente et que sa valeur intrinsèque continue de s'accroître à long terme. Le fait d'accorder moins d'importance au prix et d'acheter le titre, pour le conserver, représentera la bonne décision lorsque le titre prendra de la valeur au cours des nombreuses années suivantes.

Et la deuxième erreur, le voyage aller-retour – c'est-à-dire l'omission de liquider un placement quand il atteint sa valeur intrinsèque et le fait d'assister ensuite à sa chute ultérieure – survient lorsqu'on cible l'utilité d'acquisition plutôt que l'utilité de transaction. L'investisseur qui cible, à raison, l'utilité de transaction saura que le titre devra être liquidé, plutôt que conservé, lorsque son prix cessera de représenter une bonne affaire. Puisque sa valeur intrinsèque n'est pas susceptible de s'accroître rapidement sur de nombreuses années, celui-ci devrait être liquidé dès qu'il se rapprochera de sa valeur intrinsèque.

Nous pouvons réduire les chances de confondre les deux types d'utilité en n'en choisissant qu'un seul. C'est précisément ce que faisaient MM. Ben Graham et Warren Buffett.

M. Ben Graham, père des investissements axés sur la valeur et mentor de M. Warren Buffett, ciblait explicitement l'utilité de transaction. Son approche, que certains nomment le « style de placement axé sur la valeur maximale », vise à repérer les titres statistiquement bon marché, c'est-à-dire ceux offerts à 50 % de rabais, et à les liquider quand ils sont sur le point de toucher la valeur intrinsèque que M. Graham leur a attribuée. En adhérant au volet vente de son approche, il minimisait les chances de commettre la deuxième erreur courante, le voyage aller-retour.

M. Buffett, au début de sa carrière, adhérait aussi à l'approche justifiable de son mentor. Mais, avec l'aide de son partenaire éventuel, M. Charlie Munger, il a constaté un défi persistant : pour acheter un titre dans

l'intention de le vendre, il faut avoir raison trois fois, et pas seulement au moment d'effectuer l'achat initial. En effet, il faut aussi choisir le bon moment pour le liquider et prendre la bonne décision d'achat suivante pour réinvestir le produit de la vente. Aux yeux de MM. Buffett et Munger, cela voulait dire qu'il y avait trois chances de commettre une erreur. C'est pourquoi M. Buffett a fait évoluer son approche.

Pendant la deuxième moitié de sa carrière, il a évolué pour cibler expressément l'utilité d'acquisition. Dans la vaste majorité des cas, il achète maintenant des titres (et des sociétés entières) dans l'intention de les conserver. À tout jamais. En ciblant explicitement l'utilité d'acquisition, M. Buffett

Acheter un titre avec l'intention de le vendre signifie qu'il faut avoir raison trois fois, et pas seulement au moment d'effectuer l'achat initial. Il faut aussi choisir le bon moment pour le liquider, et prendre la bonne décision d'achat suivante pour réinvestir le produit de la vente.

est moins enclin à commettre l'erreur d'omission – c'est-à-dire à rater des occasions d'achat parce qu'il attendait que le prix soit un peu plus bas.

Comment minimiser les trois erreurs courantes

Donc, il y a deux approches légitimes à l'égard des placements de valeur, et chacune cible un type d'utilité différent. De plus, nous pouvons réduire le risque de cibler le mauvais type d'utilité en n'en choisissant qu'un seul. C'est ce que faisait M. Graham et ce que fait M. Buffett. Il s'agit là de la façon la plus simple de mettre en œuvre l'approche d'investissement axée sur la valeur et de réduire les erreurs commises en confondant le type d'utilité à cibler.

Cela dit, nous avons toujours besoin d'aide pour déterminer quels placements conviennent à chacune de ces approches. Aussi, certains investisseurs aimeraient conserver la possibilité de cibler les deux types d'utilité, accroissant par la même occasion leur flexibilité d'investissement. Or, on peut surmonter ces

deux problèmes en répondant à deux questions. Pour chaque société où vous envisagez d'investir, demandez-vous :

1. La société peut-elle maintenir sa valeur intrinsèque longtemps dans l'avenir? Si les résultats des recherches démontrent que c'est possible, la société devient alors un candidat pour l'investissement si l'investisseur cible l'utilité de transaction. L'investisseur doit ensuite faire preuve de patience et attendre qu'une marge de sécurité suffisante soit créée, signalant ainsi une opportunité de placement appropriée. Le prix est essentiel, car l'investisseur cherche à faire une bonne affaire.
2. Peut-on plutôt s'attendre à ce que la valeur intrinsèque de la société ait un rythme de croissance positif à long terme? Il s'agit là d'un obstacle beaucoup plus difficile à surmonter, car les sociétés qui connaissent une telle croissance à long terme sont rares. La société doit reposer sur une base de profitabilité solide et durable et offrir de nombreuses possibilités de réinvestissement. Si les recherches révèlent un tel candidat, les investisseurs peuvent ensuite attendre une occasion d'achat afin de cibler l'utilité d'acquisition. Avec ces investissements, ils peuvent accorder une moins grande importance au prix, mais doivent être certains du potentiel de croissance de leur valeur à long terme.

Toutes les autres sociétés qui ne répondent à ni l'un ni l'autre de ces critères (un ensemble de données) doivent être reléguées aux oubliettes. L'acharnement à investir seulement dans des sociétés aptes à maintenir, au moins, leur valeur intrinsèque réduira les chances de tomber dans les pièges de valeur – soit le fait d'investir dans des titres bon marché qui le demeureront ou qui le deviendront encore d'avantage parce que leur valeur intrinsèque s'amenuise après le placement. Le fait de présenter le problème de cette façon permet de réduire l'incidence de la troisième erreur courante en matière de placements axés sur la valeur.

Un cadre pour réduire les erreurs

Nous avons identifié les trois erreurs qui sont commises couramment lorsqu'il est question d'investissements axés sur la valeur – l'erreur d'omission, le voyage aller-retour et le piège de valeur. Nous avons ensuite utilisé la classification de deux types d'utilité selon M. Richard Thaler pour élaborer un cadre visant à réduire la fréquence de ces erreurs :

1. Classez tous les placements potentiels en déterminant ceux qui sont en mesure d'au moins maintenir leur valeur intrinsèque. En éliminant tous les autres, la probabilité que vous investissiez dans un piège de valeur est réduite. La liste de sociétés qui résulte de cet exercice contient des sociétés adéquates pour ceux qui ciblent l'utilité de transaction, lorsque le rabais par rapport à leur valeur intrinsèque sera suffisant.
2. Les sociétés en mesure de répondre à un critère encore plus exigeant, soit celles qui sont fortement susceptibles d'accroître considérablement leur valeur intrinsèque à long terme, conviennent aux investisseurs qui ciblent l'utilité d'acquisition. Bien que les investisseurs puissent se permettre d'accorder une importance moindre au prix lorsqu'ils font l'acquisition des titres de ces sociétés, ils doivent être extrêmement prudents au moment de tirer une conclusion quant à leur capacité d'accroître leur valeur à long terme.
3. Après avoir décidé de cibler principalement l'utilité de transaction ou d'acquisition, surveillez

les sociétés en portefeuille. Lorsqu'une société risque d'avoir une valeur de référence intrinsèque inférieure à ce qui avait été déterminé au départ, une intervention est requise. Si ces sociétés que les investisseurs avaient originalement classées comme étant capables de maintenir leur valeur intrinsèque semblent maintenant à risque de ne pas y parvenir, la position devrait être liquidée. La même chose est vraie pour les sociétés qui semblaient pouvoir générer des revenus à long terme et qui ne semblent plus pouvoir y arriver. Cela préviendra l'apparition de pièges de valeur dans le portefeuille.

Conclusion

Les investisseurs à long terme recherchent une plus grande fonctionnalité, ou satisfaction, dans leur quête de rendements supérieurs à long terme. Selon les économistes, c'est ce qu'on appelle l'« utilité de satisfaction ». Les deux types d'utilité identifiés par M. Thaler – utilité d'acquisition et utilité de transaction – nous permettent d'élaborer un cadre afin d'aider à réduire la fréquence des trois erreurs que commettent couramment les investisseurs axés sur la valeur. Armés de ce cadre, de patience et d'un horizon à long terme, nous espérons voir moins d'investisseurs commettre des erreurs d'omission, des voyages aller-retour et tomber moins souvent dans les pièges de valeur. Bref, d'éviter de commettre ces erreurs fréquentes – et ainsi retirer une plus grande satisfaction de leur portefeuille.

*Cette édition de La Perspective de Burgundy
a été écrite par David Vanderwood, Vice-président principal et
gestionnaire de portefeuille – actions canadiennes.*

Sources

- ¹ Thaler, Richard H., *Misbehaving: the making of behavioral economics*.
New York : W.W. Norton & Company, 2015.

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.

GESTION D'ACTIFS

BURGUNDY^{MD}

Bay Wellington Tower, Brookfield Place, 181 Bay Street
Suite 4510, PO Box 778, Toronto ON M5J 2T3
Téléphone : (416) 869-3222
Sans Frais : 1 (888) 480-1790
Fax : (416) 869-1700

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

info@burgundyasset.com
www.burgundyasset.com