

La PERSPECTIVE de BURGUNDY

M A I 2 0 0 7

RÉFLEXIONS DE LA GALERIE DES MIROIRS

TANT LES DIRIGEANTS DE SOCIÉTÉS QUE LES INVESTISSEURS D'ÉLITE sont des répartiteurs d'actifs. Que ce soit dans le secteur des entreprises ou celui des placements, les répartiteurs d'actifs qui ont le plus de succès procèdent de façon remarquablement similaire. Lorsque, confrontés avec un nombre écrasant de choix de placements, ils prennent du recul pour évaluer leur situation et définissent ensuite un champ d'action stratégique à l'intérieur duquel ils sont en mesure de surperformer de façon soutenue. Ce processus est garant de leur succès. Dans le présent texte nous allons explorer comment les meilleurs dirigeants délimitent leur champ d'action ; utilisant les mêmes principes, nous dégagerons ensuite des suggestions sur la façon de structurer les décisions de placements afin de faire de meilleurs choix.

Michael Mauboussin de la firme Legg Mason s'est intéressé au succès d'un petit groupe d'investisseurs professionnels qui, sur de longues périodes, ont réalisé des rendements supérieurs pour leurs clients.¹ Il a noté d'intéressantes similitudes dans la façon de faire de ces firmes d'investissement : leur philosophie de placement était axée sur la valeur, elles répartissaient leur avoir sur un nombre restreint de titres et détenaient ceux-ci sur de longues périodes.

La plupart des « investisseurs professionnels » ont un comportement bien différent. Face à l'effarante diversité des choix de placements, ceux-ci répartissent tout simplement leurs avoirs dans à peu près tous les secteurs, dans l'espoir de répartir les risques. À savoir : le roulement moyen des titres dans les fonds communs est maintenant de plus de 110 % alors qu'il n'était que d'environ 20 % au cours des années

soixante. Ces fonds détenant un grand nombre de titres (généralement plus de 100), il s'en suit, qu'en moyenne, chacun d'eux liquide et remplace chaque semaine deux titres de son portefeuille. Évidemment, certains gestionnaires transigent encore plus fréquemment.

Incidemment, les clients ne sont pas plus disciplinés que leurs gestionnaires professionnels. Présentement, les détenteurs de fonds communs ne conservent leurs parts qu'environ 30 mois, comparativement à plus de 10 ans au cours des années soixante-dix. Gestionnaires et clients sont constamment distraits par le bruit de fond, par une surcharge d'information et par l'incroyable diversité des choix de placements dont recèlent les marchés des capitaux complexes d'aujourd'hui.

Et ces actionnaires ont une profonde influence sur la gestion des sociétés dans lesquelles ils « investissent » de façon éphémère. Cette hyperactivité des investisseurs s'accompagne en effet d'exigences en matière de gains à court terme, ce qui place une intense pression sur la direction des sociétés privées, incitant celles-ci à des acquisitions, à un rachat d'actions ou à la disposition d'actifs. Vu leur propension instinctive à ériger des empires, les dirigeants d'entreprises sont constamment à l'affût de nouvelles façons de faire réaliser des gains à court terme à leurs actionnaires. Eux aussi jouissent d'un vaste choix d'options et ils ne font pas toujours des choix sages.

Un récent livre de Barry Schwartz fait état de la nature subversive du fait d'avoir trop de choix possibles, trop d'opportunités accessibles. Ce livre,

intitulé *The Paradox of Choice: Why More is Less*, concluait qu'avoir un nombre presque illimité d'options encourage les gens à prendre trop de décisions et engendre un cercle vicieux de changements et de regrets. Le livre de M. Schwartz se penche sur la vie de tous les jours et ses multiples décisions ; il a néanmoins d'évidentes applications pour les investisseurs et pour les dirigeants d'entreprises.

En observant Warren Buffett et d'autres grands investisseurs sur la liste de M. Mauboussin, on constate que la façon la plus sûre de créer la richesse est de maintenir sa démarche de placement axée sur la valeur. De tels investisseurs ne possèdent qu'un nombre restreint de titres de haute qualité – préférablement achetés bon marché – et les conservent pour de longues périodes. Pourtant Mauboussin concluait que seulement 8 % des fonds accessibles au public sont gérés de cette façon.²

Pourquoi recoure-t-on si rarement à cette approche ?

Selon M. Schwartz, la réponse est qu'il est difficile de rester discipliné dans un monde de promiscuité. Certains éléments de la nature humaine semblent militer contre une sage retenue. Les investisseurs de haut calibre font des choses que d'autres investisseurs ne font pas. Ils délimitent les frontières d'une zone à l'intérieur de laquelle ils sont en mesure de surperformer à long terme. Buffett appelle ces frontières le « champ de compétence. »

Les meilleurs investisseurs demeurent à l'intérieur de leur champ de compétence

Demeurer à l'intérieur d'un champ de compétence implique que les choix seront restreints. Les limites extérieures seront assez clairement définies. Aucun

investisseur ne peut posséder toutes les compétences ni ne peut évaluer toutes les valeurs. Placer de l'argent sans consacrer suffisamment de temps à connaître les risques inhérents se traduit fréquemment par des pertes de capital. Demeurer à l'intérieur de son champ de compétence nous oblige à nous concentrer sur un nombre restreint de placements et nous permet de progressivement acquérir des connaissances sur un secteur et sur les risques qu'il comporte. Tout comme les investisseurs axés sur la valeur identifiés par M. Mauboussin, cette approche, obligatoirement fondée sur le long terme, est propice à la réalisation d'importants gains à long terme.

Quels sont donc les éléments de comportement qui rendent la pratique des placements axés sur la valeur si difficile ? Il y en a effectivement plusieurs, tous découlant des paradoxes qui définissent la nature humaine. À un extrême, la pensée humaine est unique dans sa capacité de planifier pour le futur. C'est ce qui a notamment rendu possible à l'homme ses immenses progrès techniques. C'est également ce qui nous a donné la capacité de faire appel à l'imagination, ce qui nous différencie de toutes les espèces animales.

Par contre, notre cerveau est inefficace quand il s'agit de traiter les changements rapides des marchés des capitaux. Les humains peuvent à la fois être hautement confiants et se trouver paralysés par l'incertitude. Notre réaction physique au stress – qui se manifeste par la réaction de lutte ou de fuite face à la surprise – a évolué pour nous préparer à réagir à des situations à court terme. Lorsque l'on doit prendre une décision à long terme dans un contexte d'incertitudes, le cerveau de la plupart d'entre nous

**MAINTENIR UNE DISCIPLINE
DANS UN MONDE DE CHOIX
SANS DISCERNEMENT
EST VRAIMENT DIFFICILE.**

est entravé par des contradictions qui compromettent notre capacité d'agir efficacement.

Ainsi, la plupart des gens ont un horizon temporel trop court pour traiter intelligemment avec les marchés des capitaux. La plupart des participants dans ces marchés recherchent les mêmes placements « opportuns » dont la popularité du moment pousse le cours à la hausse. Il en résulte évidemment de faibles rendements par la suite. Les titres bon marché ne sont pas chers tout simplement parce qu'ils ne sont pas en vogue. Vu qu'il y a rarement un élément catalyseur évident pour réduire l'écart entre la valeur intrinsèque d'un titre et son cours, le moment de l'éventuelle revalorisation d'un titre demeure essentiellement imprévisible. Les placements axés sur la valeur sont une façon lente de créer la richesse et récompensent ceux qui font preuve de patience, une qualité plutôt rare dans la nature.

L'impopularité des placements axés sur la valeur vient également du fait qu'ils font fi des courants populaires. Les meilleurs investisseurs sont tous d'accord sur la nécessité qu'il y ait initialement peu de participants dans un placement pour qu'il puisse éventuellement payer gros. Pourtant, notre évolution nous a programmés pour être insécure et inconfortable lorsque nous sommes seuls. La plupart des gens ne peuvent supporter bien longtemps d'être seuls. Il est infiniment plus confortable de faire partie de la masse que d'être seul. Encore là, s'exerce une intense attraction pour le court terme. En outre la plupart des maisons de placements qui adoptent la discipline des placements axés sur la valeur doivent assumer d'importants risques d'affaires car de nombreux clients et clients potentiels comparent la performance à court terme à celle de divers indices.

Un portefeuille de placements axés sur la valeur ne ressemble en rien à un indice et, inévitablement, pendant de longues périodes, les résultats de tels placements ne peuvent se comparer à ceux des indices

populaires. De plus, la sensibilité des rendements en fin de période fait que la plupart des clients peuvent s'imaginer que le gestionnaire a mal performé pour une longue période, alors que les mauvais résultats d'une seule année par rapport à l'indice peuvent entraîner une distorsion des résultats. On risque de voir sa clientèle s'effriter au fil d'une telle année, et c'est pourquoi la plupart des dirigeants de firmes de placements sont d'avis que le coût d'adopter un horizon de placements à long terme est potentiellement trop élevé pour eux.

La nature humaine étant ce qu'elle est, il s'avère fort difficile de définir son champ de compétence et de demeurer à l'intérieur de celui-ci. La discipline nécessaire pour le maintien d'un horizon à long terme, de même que la capacité de subir un certain ostracisme social et l'acceptation d'inéluctables pertes d'affaires en « période creuse » constituent des obstacles insurmontables pour la plupart des investisseurs. Voilà pourquoi seule une minorité n'adopte l'approche des placements axés sur la valeur ; c'est également la raison pour laquelle la rentabilité à long terme de cette approche est si élevée.

Les meilleurs dirigeants d'entreprise tendent à s'astreindre à la même discipline que les investisseurs axés sur la valeur. Ils définissent les bornes du secteur d'activité de leur entreprise et respectent ces limites. Dans une large mesure, ces frontières découlent naturellement de la position de l'entreprise. Effectivement, elles sont définies par la barrière à l'entrée propre à chaque entreprise.

Les meilleures entreprises utilisent leur propre barrière à l'entrée pour définir leur champ de compétence

Les barrières à l'entrée sont des forces structurelles qui empêchent de nouveaux concurrents de pénétrer un marché et d'en altérer la rentabilité. Warren Buffett appelle cela un fossé de protection

autour de l'entreprise. Les sociétés qui exercent leur activité à l'intérieur d'une telle zone protégée sont en mesure de réaliser des rendements élevés en faisant des choses que leurs concurrents ne veulent ou ne peuvent pas faire, tout comme le font les meilleurs investisseurs qui demeurent à l'intérieur de leur champ de compétence.

Bien qu'il y ait d'importantes similarités entre ces champs de compétence, ils présentent aussi des différences. On note ainsi le sens défensif des termes « barrière » et « fossé » qui, dans le cas des entreprises, traduit essentiellement un rôle de défense contre l'envahissement, afin d'éviter la dégradation des marges bénéficiaires. Le dirigeant d'entreprise doit effectivement avoir la discipline de demeurer à l'intérieur de son champ de compétence. Quant à l'investisseur, son champ de compétence est celui à l'intérieur duquel il est en mesure d'exercer le plus efficacement son activité en raison de sa compréhension des considérations économiques et d'affaires qui y ont cours. Chacune de ces deux approches est l'image inversée de l'autre, comme on en observe dans une « galerie des miroirs » de fête foraine où les miroirs à face courbée nous réfléchissent des images inversées.

Les meilleurs chefs d'entreprises dotées de fossés de protection sont bien conscients qu'une barrière durable à l'entrée dans leur secteur est une chose rare qui constitue un actif de grande valeur. Il y a une importante corollaire à cela : ne vous égarez pas au-delà du fossé de protection. Parce qu'un avantage concurrentiel n'existe que dans la zone à l'intérieur du fossé, les placements hors de celui-ci ont un plus

grand risque de faillir. L'histoire des entreprises est remplie de cas de sociétés qui ont dilapidé l'argent des actionnaires en entreprenant des sorties indisciplinées par-delà le pont-levis. – Pensez seulement à la fusion catastrophique de Time Warner avec AOL, ou encore à l'acquisition de Téglobe par BCE. – Selon toute évidence, le même comportement affecte les investisseurs.

N'étant qu'humains, la plupart des chefs d'entreprise et des investisseurs tendent naturellement vers une préoccupation essentiellement axée sur le court terme. Tout comme les investisseurs sont incités par leurs

concurrents, leurs clients, leurs courtiers et leurs conseillers, à participer aux booms qui sont en cours en s'aventurant hors de leur champ de compétence, les dirigeants d'entreprise subissent de semblables pressions de la part des actionnaires, des

LES PRÉOCCUPATIONS DE LA PLUPART DES CHEFS D'ENTREPRISE ET DES INVESTISSEURS SE PORTENT NATURELLEMENT VERS UNE PRÉOCCUPATION À COURT TERME.

banques d'affaires et de leurs compétiteurs pour s'impliquer hors de leur champ de compétence. Trop souvent ces spectaculaires actions stratégiques se font au-delà du fossé de protection. De plus, la durée de la « tenure » des dirigeants s'écourtant de plus en plus, une intense pression s'exerce sur ceux-ci pour « passer à la caisse » dès que possible au cours de leur bref passage au sommet. Il s'en suit que le comportement d'un chef de direction est fréquemment à l'image de l'investisseur-girouette professionnel. Ces actionnaires obtiennent le type de chef d'entreprise qu'ils méritent, et vice-versa.

L'horizon cible d'un propriétaire s'étend à l'infini. Nous avons fréquemment vu les meilleures performances à long terme de sociétés se réaliser dans des entreprises sous contrôle familial où le chef de la

direction est pleinement conscient de la pérennité de cet horizon de planification. Les mercenaires de la gestion d'entreprise – comme les investisseurs typiques – sont perpétuellement tentés d'agir bien différemment. Nos observations indiquent qu'ils résistent rarement à la tentation.

La clé pour avoir la patience de prendre des décisions à long terme est la discipline. De cette façon, les sociétés et les investisseurs sont interliés. Les chefs d'entreprise ont besoin d'investisseurs patients qui laissent aux projets à long terme le temps nécessaire pour porter fruit. Pour leur part, les investisseurs ont besoin de chefs d'entreprise patients et courageux pour prendre les difficiles décisions qui s'imposent dans le meilleur intérêt des propriétaires de l'entreprise. De tels cercles vertueux émergent les meilleurs placements.

Nous avons précédemment mentionné le livre de M. Schwartz, *The Paradox of Choice*. Cet ouvrage se concentre sur le problème du processus de prise de décisions intelligentes dans un environnement à contrainte minimum et sur l'effet psychologique d'un tel environnement de « libre choix » sur la plupart des gens. L'auteur considère le consommateur américain moderne comme l'avatar de cette tendance et attribue la responsabilité du sentiment d'impuissance, de dépression et d'auto responsabilisation à la multiplicité des choix disponibles. Il conclut son livre avec un ensemble de règles destinées à faciliter la prise de décision qui confronte tout le monde chaque jour. Nous avons trouvé nombre de ses règles de décision si éminemment applicables au monde des entreprises et du placement que nous les avons adaptées à cet article. Les quatre règles les plus pertinentes à notre thème sont les suivantes.

UNE RÈGLE VIENT AVANT TOUTES LES AUTRES : N'INVESTISSEZ JAMAIS HORS DE VOTRE CHAMP DE COMPÉTENCE.

1. Apprenez à apprécier les contraintes auto imposées. Nombre d'entrevous seront peut-être étonnés par cette règle car vous pensez peut-être que les investisseurs axés sur la valeur doivent avoir un accès sans contrainte partout où la valeur puisse se trouver. Pourtant, c'est dans le cadre de sévères règles auto imposées lequel les meilleurs investisseurs et chef d'entreprise réalisent leurs succès. M. Schwartz classe ces contraintes en quelques catégories qui, par ordre décroissant de sévérité, sont : les règles, les normes et les présomptions.

Une règle vient avant toutes les autres : n'investissez jamais hors de votre champ de compétence. Cette règle s'auto-perpétue car elle force les dirigeants à précisément définir leur champ de compétence. Pour les dirigeants d'entreprise, la règle devrait être de se concentrer tant que se peut à l'intérieur du fossé de protection qui encercle votre secteur d'activité.

Un exemple de norme serait les contraintes sous lesquelles Warren Buffett fait ses placements. Non seulement utilise-t-il des normes strictes concernant les barrières à l'entrée et le rendement du capital, mais aussi évalue-t-il, avec toute l'exceptionnelle compétence que nous lui connaissons, le caractère et les aptitudes de la direction de l'entreprise. Simplement en écartant d'emblée les sociétés qui s'accommodent de qualité inférieure, qui ne sont que marginalement rentables ou qui sont carrément spéculatives, Buffett se retrouve avec beaucoup plus de temps pour examiner et comprendre les excellentes entreprises qui satisfont ses normes.

Une norme minimale pour une société pourrait être de ne pas considérer de placement dont le rendement – calculé selon des hypothèses extrêmement conservatrices – serait inférieur au coût

du capital. Pourtant loin d'être compliquée, une telle discipline de gestion est effectivement aussi rare que le sont les entreprises exceptionnelles... voilà de quoi réfléchir.

Pour un dirigeant d'entreprise, une présomption pourrait être qu'une acquisition réduisant généralement la valeur, aucune ne sera réalisée. Les présomptions étant moins contraignantes que les règles, elles laissent place à des exceptions. Dans de rares cas, tel que, par exemple une fusion entraînant des économies d'échelle, une acquisition pourrait effectivement être une excellente opportunité.

Une présomption pour un investisseur pourrait être que les valeurs qu'il détient déjà et qu'il connaît bien constituent de meilleurs placements que quelque chose de nouveau. Une telle présomption peut être écartée si une évaluation avantageuse ou une opportunité se présente. La présomption demeure néanmoins un point de départ utile.

2. Faites des choix plutôt que de simplement cueillir. M. Schwartz dit que « les personnes qui font des choix ont la capacité de réfléchir sur l'importance des facteurs influençant leurs choix, sur la possibilité qu'aucune des options offertes ne mérite d'être retenue et sur la possibilité de créer une nouvelle option. »³ Toutes les décisions de placement devraient être importantes, et elles le seront si l'investisseur réduit le nombre des décisions qu'il doit prendre.

Warren Buffett déclarait que chacun devrait faire ses choix de placements comme s'il devait se limiter à 20 placements toute sa vie durant. Les personnes qui font des choix sont comme des frappeurs de baseball qui peuvent prendre le temps d'attendre le bon lancer. Après qu'ils se sont élancés et font leur placement dans les meilleures conditions possibles, leur seul travail est ensuite de continuer à parfaire leurs connaissances du champ d'activité de leur placement, à surveiller les concurrents, la réglementation statutaire et la clientèle pour être à l'affût de toute

érosion de la barrière à l'entrée du secteur. Ce suivi n'est pas aussi intéressant que de passer à quelque chose de nouveau. Effectivement, la plupart des gens trouvent ça ennuyant. Oser être ennuyé n'est pas l'objectif de bien des gens mais, comme M. Mauboussin l'a démontré, ça peut vraiment mener à d'importantes récompenses à long terme.

Les investisseurs qui choisissent de maintenir des normes élevées de qualité et d'évaluation évitent largement les bulles et les cycles. Comme l'observait M. Schwartz dans un autre contexte, « Seuls ceux qui exercent des choix ont le temps d'éviter de suivre le troupeau. »⁴ Prendre son temps est essentiel à la préservation du capital. En bout de ligne, le nombre de personnes qui réussissent à conserver les gains réalisés lors des bulles et des cycles est assez mince.

Plutôt que de faire face à une pléthore de choix et une cacophonie de bruit de fonds, la plupart des participants sont des « cueilleurs » qui sélectionnent passivement parmi les options qui sont offertes. Ils répartissent excessivement leurs mises et sautillent çà et là. Les décisions qu'ils prennent sont largement réactives car ils sont submergés par un flot incessant d'information troublante qui submerge leur compréhension superficielle de la situation. Le type d'investisseur que l'on doit rechercher semble assez évident.

3. Présumez que vos décisions sont irréversibles. Que feraient les investisseurs si on les informait qu'ils ne pourront jamais revendre les titres qu'ils achètent ? Ils prendraient leurs décisions avec très grand soin, n'est-ce pas ? Ils pourraient même commencer à faire des choix, avec tous les avantages que cela comporte.

Notez que ceci n'est qu'une présomption, dans le sens que si le fossé de protection d'une société se met à rétrécir (ce qui est d'ailleurs assez fréquent), le placement peut toujours être vendu. Nous croyons néanmoins que l'hypothèse de détention perpétuelle d'un titre constitue le meilleur cadre de réflexion pour décider d'un placement.

Pour les chefs d'entreprise le même raisonnement s'applique. Les grands choix stratégiques reçoivent toute l'attention et l'analyse requise si l'on présume qu'ils sont irréversibles. Se fier à l'amnésie des investisseurs pour faire disparaître les erreurs du passé ne constitue pas une stratégie efficace pour les dirigeants en quête d'excellence. La simple dévaluation aux livres des erreurs du passé peut certes les faire instantanément disparaître de l'actif, mais cela ne constitue pas un crime sans victime.

4. Évitez les comparaisons. Ignorer ce que font les autres à un moment donné élimine l'effet du « gazon plus vert » du processus de décision. Bien que ce soit là une prescription toujours utile pour les investisseurs, elle prend une encore plus grande importance lors des sommets et des creux du marché ou à l'occasion de bulles du marché, rendant alors le maintien de la discipline encore plus difficile. Une réflexion indépendante mène à de meilleures conclusions dans toutes les situations. Elle demeure hélas d'une grande rareté dans le monde des entreprises et des marchés des capitaux.

Nous avons tous été témoins de la tendance des investisseurs et des sociétés à mimer ce que font leurs concurrents – particulièrement en période de boum économique. Les désastres de Time Warner et de BCE précédemment cités se sont tous deux produits lors de la bulle technologique. Ces sociétés – dont l'activité principale était stable, puissante et rentable mais peu excitante – ont décidé d'y mettre du piquant en fusionnant avec de nouvelles et dynamiques nouvelles entreprises qui n'avaient pas encore fait la preuve de leur valeur. La plupart des gestionnaires de fonds se comportaient de la même façon à cette époque, en quête de choses excitantes et populaires plutôt que de valoriser la qualité et la fiabilité. Ceux qui sont demeurés concentrés ont rendu service à leurs actionnaires et à leurs clients.

Warren Buffett conseille aux investisseurs de complètement ignorer la sagesse conventionnelle, car par le temps que celle-ci devient conventionnelle, elle est rarement sage. Il est sans importance que les autres soient d'accord ou pas avec vos conclusions. Ce qui compte c'est que votre analyse soit correcte. La même chose s'applique à la stratégie d'entreprise

Bien qu'il soit utile de savoir comment les gagnants définissent leur propre champ de compétence. Il demeure primordial de restreindre les regards de biais pour voir si l'on fait aussi bien à court terme que le voisin. La théorie des comportements financiers suggère qu'une période de 13 mois entre les révisions de votre portefeuille est un intervalle optimal. Bien peu d'entre nous peuvent prétendre observer cette règle !

Ces investisseurs et dirigeants d'entreprise ont besoin l'un de l'autre car un chef d'entreprise ne peut prendre des décisions à long terme sans un support également à long terme des actionnaires, tout comme les investisseurs ne peuvent réaliser des rendements

RÈGLES D'ENCADREMENT DES DÉCISIONS DE PLACEMENT

1. Apprenez à apprécier les contraintes auto imposées.
2. Faites des choix plutôt que de simplement cueillir.
3. Présumez que vos décisions sont irréversibles.
4. Évitez les comparaisons.

La PERSPECTIVE de BURGUNDY

supérieurs sans détenir les titres de sociétés dont l'horizon de planification est à long terme. Heureusement il est facile pour l'un et l'autre de se reconnaître. L'image réfléchiée par un miroir dans une « galerie des miroirs » de fête foraine est celle d'une personne dont l'horizon de placement est à long terme, la seule perspective qui convienne parfaitement aux placements à succès.

Notes :

1. Mauboussin, Michael. *More Than You Know*. « Investing – Profession or Business ? » Columbia University Press. 2006.
2. Mauboussin, Michael. *Mauboussin on Strategy*. « Long-Term Investing in a Short-Term World. » Legg Mason Capital Management. 18 mai 2006.
- 3, 4. Schwartz, Barry. *The Paradox of Choice: Why More is Less*. Harper Collins. 2004.

GESTION D'ACTIFS

BURGUNDY^{MC}

Bay Wellington Tower, BCE Place, 181 Bay Street
Suite 4510, P.O. Box 778, Toronto, ON M5J 2T3
Tél : (416) 869-3222
Sans frais : 1 (888) 480-1790
Télé : (416) 869-1700

1501 Avenue McGill College
Bureau 2090, Montréal, QC H3A 3M8
Tél : (514) 844-8091
Sans frais : 1 (877) 844-8091
Télé : (514) 844-7797

info@burgundyasset.com
www.burgundyasset.com