

Les Affaires *Bourse et Cie.*

Est-ce de la chance ou non?

Ou comment quelques gestionnaires ont battu le marché des années durant.

Mon confrère (et vieil ami) Bernard Mooney a écrit la semaine dernière un article sur « L'importance de la chance » dans les rendements boursiers d'un gestionnaire. Il avançait qu'il faut être prudent sur l'évaluation qualitative d'un investisseur même s'il a obtenu des rendements supérieurs aux indices pendant plusieurs années. Qu'au fond, ce serait de la chance plus que ce qu'on pourrait appeler – à défaut d'un meilleur mot - du talent.

Quoique l'idée sous-tendant l'article est de promouvoir l'humilité chez un gestionnaire, une qualité qui est essentiel au succès sans l'ombre d'un doute, j'aimerais apporter une nuance importante. Je crois qu'il a raison : que les probabilités sont grandement en défaveur des gestionnaires contre les indices. Je crois aussi qu'il a tort car certains gestionnaires ont réellement battu les indices et non pas pendant quelques années mais des décennies. Et surtout, on pourrait avancer l'idée que ces gestionnaires ont été déclarés comme *supérieurs* à l'avance. Si c'est le cas, cela ne relève plus du hasard.

Mais reprenons l'analogie de Bernard. Prenons 10 000 gestionnaires qui jouent à pile ou face à chaque année. Les gagnants restent, les perdants partent. Au bout de cinq ans, il en reste 313 (soit 3% de gestionnaires). Si c'était des singes qui jouaient à pile ou face, nous obtiendrions les mêmes résultats. Par contre, si de ces 313 investisseurs, une centaine venait d'un petit village au Québec comme Cacouna, vous seriez enclin à croire que cet endroit mérite définitivement une visite. Peut-être que l'eau de l'endroit contient un minéral qui accroît la performance boursière!

Et bien en pratique, il existe un village qui a produit des meilleurs gestionnaires. C'est un village intellectuel qu'on pourrait appeler Grahamville. Benjamin Graham (1896-1976) est considéré comme l'inventeur de l'analyse fondamentale. Chose révolutionnaire dans les années 20 et 30, il considérait l'achat d'actions sous-évaluées comme une manière d'obtenir des rendements supérieurs à la moyenne des indices. Et il le prouva avec des dollars. Il fonda la firme Graham-Newman avec Mickey Newman en 1926 et jusqu'à 1956, il réalisa un rendement annuel de 20%. Pendant la même période, le Dow Jones a réalisé un rendement annuel de 8%. Ainsi, 10 000\$ investit en 1926 avec Graham vaudrait 2,4 millions de dollars (M\$) en 1956 contre seulement 100 000\$ si investit dans le Dow Jones. Un ratio de 24 fois contre 1 me semble statistiquement significatif.

En plus de gérer des fonds, Graham enseignait à l'Université Columbia. Et parmi ses étudiants au début des années 50, se trouvait Warren Buffett. Buffett fut le seul étudiant à qui Graham a donné la note A+. Un autre étudiant de Graham à la même époque fut Bill Ruane (j'y reviendrai plus loin). Buffett travailla pour Graham-Newman pendant quelques années. À la fermeture de la firme en 1956, les jeunes employés de Graham

fondèrent leur propre firme. Et Graham recommanda Buffett à ses clients. Buffett fut donc – avant même de partir son fonds – pointé par Graham comme un bon investisseur. Et 10 000\$ investit avec Buffett en 1956 dans son fonds et par après transféré dans Berkshire Hathaway vaudrait aujourd'hui 300M\$, soit un rendement annuel de 25%. Le même montant investit dans le S&P 500 vaudrait environ 1M\$. Un ratio de sur-performance de 300 pour 1. Et de son côté, Walter Schloss, un des autres employés de Graham-Newman, a obtenu une performance annuelle de près de 20% depuis 1956. Tom Knapp et Ed Anderson se joignirent à Tweedy Browne et obtirent aussi d'excellents résultats.

Mais les « hasards » ne s'arrêtent pas là. Lorsque Buffett liquida son fonds commun en 1969 (et se concentra sur Berkshire Hathaway), il recommanda à ses clients d'investir avec Bill Ruane, son ancien collègue de classe. Buffett recommanda Ruane et personne d'autre. Ruane partit alors un nouveau fonds en 1970 nommé Sequoia. Depuis 1970, le fonds a réalisé un rendement annuel de près de 17% contre 11% pour le S&P 500.

Vers 1959, Buffett fit la connaissance de Charles Munger, un avocat. Il le convainquit de plutôt faire fortune dans le monde du placement (à l'époque le droit n'était pas aussi payant qu'aujourd'hui!). Munger géra un fonds de 1962 à 1975 et réalisa une performance (avant frais) de 20% contre 5% pour le Dow Jones pendant la même période. Munger se joignit à Buffett chez Berkshire par après. Mais Munger convainquit aussi son ami Rick Guerin de se lancer dans le placement. Ce dernier partit un fonds (Pacific Partners) en 1965 et réalisa jusqu'en 1983 une performance de 33% annualisé (avant frais) contre 8% pour le S&P 500.

Tous ces gestionnaires n'avaient pas les mêmes titres et avait même une approche assez différente (Munger avait quelques titres, 5 ou 6 et Schloss pouvait en avoir une centaine). Mais ils avaient tous un point en commun : Il considérait l'achat d'actions comme l'acquisition de part d'entreprise. Il tentait d'évaluer la compagnie et de l'acheter en bas de sa valeur sans porter attention sur la performance à court terme de leurs actions, la direction des marchés boursiers et de l'économie. L'idée est que si la compagnie vaut plus, un jour la Bourse va le refléter.

J'insistais sur l'importance que l'on pouvait indiquer d'avance les gestionnaires supérieurs à la moyenne comme preuve solide de mon point. Et bien, quelqu'un d'objectif la fait pour nous. En 1982, le magazine Fortune publiait l'article « Peut-on battre les marchés? ». Dans cet article, il discutait de la performance supérieure de trois gestionnaires : Buffett/Munger, Schloss et Ruane. Fortune avançait l'idée que ces gestionnaires avaient une approche propre à battre les marchés. Treize années plus tard, en 1995, le magazine Fortune revint avec la suite : « Oui, on peut battre le marché ». Les trois mêmes gestionnaires avait encore battu le marché pendant la période entre les deux articles et ce avec des rendements quasi identiques d'avec la période précédente. Et j'ajouterais que de janvier 1995 à juin 2002, Sequoia a réalisé 19% par année contre 13% pour le S&P 500. Et le titre de Berkshire Hathaway a réalisé 16% annualisé.

Ce ne peut plus être de la chance.