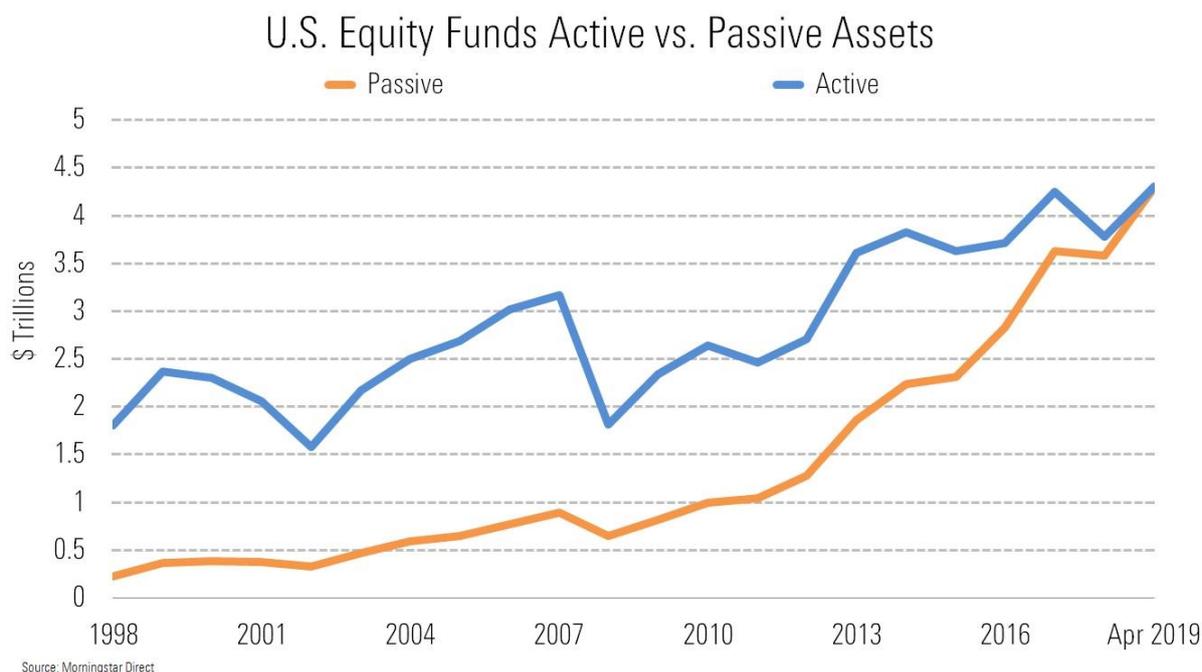


Les avantages compétitifs des « Superinvestors »

Difficile aujourd'hui de fermer les yeux sur l'essor de la gestion passive. Il n'est pas rare de lire, dans l'une ou l'autre revue économique et financière, un article anticipant la disparition prochaine de la gestion active... Pour mémoire l'objectif d'une approche passive consiste à répliquer la performance des grands indices de marché, sans tenir compte des fondamentaux et de la valorisation des sous-jacents composants les dits indices. Elle se retrouve ainsi en opposition avec la gestion active 'traditionnelle' qui vise à faire mieux que les indices de marché par le biais de stratégies d'allocation d'actif ou de sélection de titres.

S'appuyant sur la théorie de l'efficacité des marchés développée dans les années 70 par l'économiste E. Fama¹ et sur les travaux de Jack Bogle, fondateur de Vanguard, la gestion passive gagne des parts de marchés depuis près de vingt ans, au point que les encours s'y rattachant représentent désormais la majorité du secteur aux Etats-Unis.



Pourquoi un tel succès ?

En vulgarisant, la théorie de l'efficacité des marchés suppose que toute l'information disponible est immédiatement intégrée par les marchés financiers et reflétée par le cours du titre sous-jacent. Selon cette hypothèse, il serait donc impossible de 'battre le Marché' comme

cherchent à le faire les gérants actifs... Cette supposition se vérifie en moyenne, puisque sur dix ans 75% à 90% des gérants actifs sous-performent face à un fonds passif².

Décus par les performances délivrées au regard des frais prélevés, les investisseurs se sont détournés de la gestion active et c'est ainsi que peu à peu la gestion passive s'est imposée au sein du paysage de l'offre d'épargne.

Le corollaire de ce constat est qu'il existe pourtant une minorité de gérants actifs (les 10 à 25% restant) qui réussissent à délivrer des performances supérieures aux indices de marchés, parfois dans des proportions spectaculaires. Le problème de l'épargnant est donc d'identifier ces gérants d'exception, minoritaires au sein de l'offre pléthorique de l'univers de la gestion active.

Qui sont les *Superinvestors* ?

Chez Venn Research, nous sommes convaincus que la plupart de ces gestionnaires partagent un ADN commun, une approche de la gestion qui leur permet de se distinguer dans le temps.

Bien avant que nous nous forgions cette conviction, alors que la théorie des marchés efficients commençait à émerger, Warren Buffet écrivait en 1984 un article³ aujourd'hui bien connu des passionnés d'investissement.

Dans ce dernier, il identifiait un groupe d'investisseurs particulièrement talentueux. Bien que leurs styles de gestion et les titres détenus en portefeuille soient forts différents, ces gérants partageaient néanmoins un trait commun : comme Buffett, tous étaient des disciples de Benjamin Graham⁴, père spirituel de l'école de « l'investissement dans la valeur » (ou *Value Investing*) et plus globalement de l'analyse financière moderne. Professeur à la Columbia Business School, Graham partageait sa conviction - acquise durant la crise de 1929 - qu'il existe parfois sur les marchés des déconnexions entre la valeur d'une entreprise et son prix côté. Exploiter ces déconnexions, qui par essence seraient amenées à se résorber sur le long-terme, permettrait à l'investisseur de générer des profits substantiels. Pour paraphraser Graham « *A court terme, les marchés sont une machine à voter, à long-terme une machine à peser* ». En résumé, de son point de vue, les marchés ne sont pas efficients.

Sa pensée, comme l'évoquait Buffett dans son article, a fait des émules. Eux-mêmes furent souvent à leur tour les mentors de nouvelles générations d'investisseurs...

Nous sommes persuadés que ce sont ces rares gérants qui réussissent à briller parmi les gérants actifs. Beaucoup s'en réclament, peu le sont réellement. En effet, si l'approche de Graham peut sembler simple en théorie, elle est extrêmement difficile à mettre en pratique !

Notre objectif est donc d'identifier ces *Superinvestors* pour reprendre le terme de Buffett, et il nous semble important à ce stade de souligner que les marqueurs communs sont de nature profondément qualitative. Ici, pas de martingale, de modèle miracle à espérer ! Les liens entre ces différents gestionnaires relèvent essentiellement de la perception qu'ils ont de l'investissement.

Quels avantages compétitifs ?

Nous avons ainsi défini 3 piliers qui constituent pour nous la clef-de-voute de l'approche recherchée : une **philosophie fondamentale**, appliquée avec une **vision de long-terme**, et mise en œuvre avec **discipline**.

1- Philosophie fondamentale

L'un des enseignements phares de Benjamin Graham est qu'une action n'est rien d'autre qu'une fraction du capital d'une entreprise, aussi l'investisseur lorsqu'il achète des titres de sociétés cotées devrait raisonner en tant que propriétaire des sociétés en question.

Afin d'illustrer son propos, Graham avait développé une allégorie passée à la postérité : « Mr Marché ».

Les marchés actions étaient ainsi dépeints sous les traits d'un associé, « Mr Marché », ayant la particularité d'être maniaco-dépressif. Certains jours, pris d'euphorie, il serait prêt à vous racheter vos parts dans l'entreprise à un prix très supérieur à leur valeur réelle ; d'autres jours, sous le coup de d'angoisse, il vous offrirait les siennes à un prix bradé...

L'investisseur fondamental doit s'attacher à avoir une connaissance profonde de l'entreprise, afin d'en estimer la juste valeur et ainsi tirer parti des soubresauts de marché. Cela passe par une analyse des états financiers des sociétés, de leur écosystème (concurrents, barrières à l'entrée, clients, fournisseurs, réglementation...), des rencontres avec les dirigeants, des enquêtes sur le terrain (visites des sites de production, points de distribution...).

Les *Superinvestors*, bien qu'intervenant sur les marchés financiers cotés, mettent en pratique des méthodes similaires à celles utilisées par les investisseurs du non-côté. Ce n'est d'ailleurs pas un hasard si de nombreux *Superinvestors* que nous avons identifiés sont issus des industries du *Private Equity* et des Fusions & Acquisitions, dont les relations de proximité avec les sociétés sont souvent beaucoup plus resserrées que dans le monde de l'investissement coté.

2- Vision de long-terme :

Une telle philosophie ne peut être déployée qu'avec un horizon long. En effet, la déconnection entre valeur et prix peut persister un certain temps avant de se résorber.

Il faut également avoir une conviction forte sur son investissement pour tenir une position sur le long terme. L'approche fondamentale est donc un prérequis à



l'édification d'une thèse d'investissement qui résistera aux aléas boursiers de court-terme.

Ainsi, ces deux premiers piliers sont généralement indissociables et cette capacité à s'inscrire dans le temps long sera le deuxième avantage compétitif des *Superinvestors*. Loin d'être des spéculateurs cherchant à réaliser un gain à court-terme, ils tirent parti de la liquidité des marchés actions pour investir à long terme lors des phases d'excès de « Mr Marché ».

Leur profil sera généralement celui d'investisseurs « patients », dont la durée de détention des titres en portefeuille sera en moyenne beaucoup plus longue que chez les autres gérants actifs, et qui interviendront moins fréquemment sur les marchés.

Pour reprendre une citation de Warren Buffett : *"The stock market is designed to transfer money from the active to the patient"*. Il utilise notamment la métaphore suivante : l'investisseur est semblable à un joueur de base-ball en position de batteur à qui le Marché lancerait des balles indéfiniment sans aucune obligation de frapper ; il doit choisir ses coups avec parcimonie pour n'agir que lorsqu'il a une forte probabilité de réaliser un *home-run* !

3- Discipline de mise en œuvre :

Si les *Superinvestors* peuvent cultiver des styles ou sensibilités de gestion très variés, ils se retrouvent néanmoins sur la discipline avec laquelle ils appliquent leur approche d'investissement.

Alors que le spéculateur est à la recherche d'informations susceptibles de faire varier le prix, l'investisseur fondamental applique une méthode d'analyse avec discipline dans le but d'avoir une connaissance très fine de la société.

Ce long travail d'analyse aboutira à la mise en place d'un exercice de valorisation permettant au gérant de définir les contours de la valeur de l'entreprise, en opposition au prix de cette dernière sur les marchés.

Enfin, il faudra fixer les niveaux d'interventions sur lesquels l'investisseur sera prêt à agir : constituer une position, la renforcer ou encore la solder.

Sur ce dernier point, Benjamin Graham a également défini un concept majeur : la marge de sécurité. En effet par définition, la valeur intrinsèque sera une estimation imprécise et fluctuante. Si l'investisseur cherche à réaliser un profit en achetant un titre dont le cours est très proche de la valeur intrinsèque estimée, il porte un risque d'erreur important.

Pour résumer, le dernier avantage compétitif des *Superinvestors* que nous cherchons à identifier tient à la mise en place d'un processus discipliné. Si les approches peuvent être très diverses d'un gérant à un autre, elles leur apportent dans tous les cas une

boussole permettant de naviguer sur les marchés en gommant les biais cognitifs propres à tout investisseur (aversion aux pertes, phénomènes moutonniers...).

En conclusion, ce que nous considérons être les avantages compétitifs des *Superinvestors* que nous identifions, sont finalement des qualités humaines reconnues bien au-delà des frontières du monde financier.

Chez les philosophes grecs – Platon et Aristote notamment – les quatre vertus cardinales étaient définies comme le courage, la justice, la sagesse et la tempérance. Le concept de justice mis à part – et bien qu’une notion de moralité soit plus que louable chez un gestionnaire d’actifs ! – les trois autres sont finalement très proches ce que nous évoquions précédemment...

La sagesse (ou connaissance, ou encore prudence) consiste ainsi pour l’investisseur à faire des choix raisonnés, à la lumière de l’information dont il dispose : faire ses « devoirs » d’analyste financier, c’est-à-dire évaluer la valeur intrinsèque des titres sur lesquels il investit, mais également faire preuve de la patience nécessaire pour atteindre les points d’entrée et de sortie prédéfinis !

Le courage permet d’être ferme et constant dans la mise en œuvre d’une philosophie d’investissement fondamentale, lorsque les opportunités se présentent et ceci bien souvent, dans des circonstances de marchés difficiles.

Enfin la tempérance correspond à une certaine modération, une capacité à ne pas se laisser emporter par ses émotions, permettant d’investir de façon disciplinée.

Un investisseur d’exception serait donc tout simplement un individu faisant preuve de bon sens, de détermination et de rigueur dans ses décisions de gestion !

Au-delà de ces critères qualitatifs, qui sont à nos yeux le cœur d’une sélection de gérant réussie, nous reviendrons dans une prochaine lettre sur des facteurs quantitatifs qui peuvent agir tels des révélateurs venant corroborer (ou au contraire infirmer) l’identification d’un *Superinvestor*.

- 1- « Efficient Capital Markets : a Review of Theory and Empirical Works »
- 2- <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/195598/where-do-active-managers-outperform.aspx>
- 3- The Superinvestors of Graham-and-Doddsville, W. Buffett,
<https://www8.gsb.columbia.edu/sites/valueinvesting/files/files/Buffett1984.pdf>
- 4- Benjamin Graham (1894-1976) : « Security Analysis » (1934) et « The Intelligent Investor » (1949)