Mitzpahor
financial

Les Douze Clés de l'Investissement

Une stratégie éprouvée

MITZPAHOR

Table des matières

Avant-propos

POURQUOI INVESTIR

COMMENT INVESTIR, NOTRE STRATÉGIE

1. PRÉDIRE LE FUTUR AVEC LES PROBABILITÉS

2. LONG TERME OU COURT TERME

3. LE MOAT

4. PERFORMANCES FINANCIÈRES

5. UNE DIRECTION DE QUALITÉ

6. QUAND ACHETER

7. COMPRÉHENSION DU BUSINESS MODEL

8. DIVERSIFICATION

9. QUAND VENDRE

10. GARDER DES LIQUIDITÉS

11. ADAPTATION SELON LA MONNAIE ET LA FISCALITÉ

12. ÉVALUER UNE ENTREPRISE

Avant-propos

Les citations présentées dans cet ouvrage sont issues de sources originales en anglais. Elles ont été traduites avec pour objectif principal de restituer fidèlement le sens et l'esprit des propos originaux, plutôt qu'une retranscription littérale mot à mot.

Avertissement : clause de non-responsabilité

Les informations contenues dans cet ouvrage sont fournies à titre purement éducatif et informatif. Elles reflètent les opinions personnelles de l'auteur à la date de rédaction et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, financier, fiscal, juridique ou professionnel personnalisé.

Les stratégies, méthodes et exemples présentés (y compris les critères de sélection d'entreprises) sont généraux et ne sauraient être considérés comme des recommandations d'achat, de vente ou de conservation de titres ou d'autres actifs.

Tout investissement comporte des risques importants, notamment le risque de perte partielle ou totale du capital investi. Les performances passées ne préjugent en aucun cas des performances futures. Le lecteur est seul responsable des décisions qu'il prend sur la base des informations contenues dans ce livre.

Cet ouvrage ne constitue pas une offre de vente ni une sollicitation d'achat de valeurs mobilières.

POURQUOI INVESTIR

Tout ce qui nous appartient est en réalité investi.

Lorsque vous possédez un bien, qu'il s'agisse d'une paire de chaussures ou de liquidités sur votre compte bancaire, ce bien correspond à une valeur qui fluctue selon l'appréciation du marché.

Le prix d'une paire de chaussures, disons 150 euros, correspond à la somme que vous devez payer en magasin pour l'acheter.

Mais si vous décidez de la revendre, son prix de marché aura sans doute déjà changé au moment où vous sortirez du magasin : il sera probablement plus bas si les acheteurs potentiels accordent de la valeur à l'expérience d'achat en boutique, au plaisir d'être le premier propriétaire, ou encore à la garantie qu'offre un commerçant établi, par exemple contre la contrefaçon.

À l'inverse, le prix de vos chaussures pourrait être plus élevé en sortant du magasin s'il s'agit d'une édition limitée, très recherchée, réservée à une liste restreinte de clients privilégiés.

Quant à l'argent que vous détenez sur votre compte bancaire, dans quelle monnaie est-il libellé ? Sa valeur en dollars ou en or a déjà varié le temps de lire cette phrase.

En réalité, chaque bien que vous possédez constitue un investissement dont le prix de marché évolue en permanence.

La valeur diffère du prix

La valeur diffère du prix. On retrouve cette notion dès l'Antiquité, notamment dans *L'Éthique à Nicomaque* du philosophe Aristote.

La valeur d'un bien ou d'un service varie selon l'appréciation propre à chaque individu. La différence entre le prix de marché et la valeur que vous lui attribuez vous permet, en tant qu'acheteur, de réaliser un profit.

Imaginons qu'une paire de chaussures vous plaise. Vous l'avez repérée quelque part et elle vous séduit au point que vous seriez prêt à dépenser jusqu'à 200 euros pour la posséder. Cela signifie qu'à 200 euros, vous êtes indifférent entre conserver votre argent ou acheter ces chaussures. Au-delà de ce montant, vous ne les achetez pas ; en dessous, vous réalisez un gain. En effet, pour 150 euros, vous profitez d'un plaisir ou d'une utilité que vous estimez à 200 euros. Votre gain vaut donc 50 euros.

Le prix est fixé en fonction de la valeur que certaines personnes attribuent au bien. La fixation du prix n'est pas un référendum démocratique : un petit nombre de personnes suffit parfois à le déterminer. Par exemple, un tableau peint par l'artiste Rothko peut s'échanger pour plusieurs millions de dollars, alors que la majorité des personnes dans le monde n'a jamais entendu parler de cet artiste et ne serait même pas prête à payer dix dollars pour posséder une de ses toiles.

Gardez à l'esprit ces deux exemples, la paire de chaussures et le tableau de Rothko, car le marché des actions fonctionne de manière similaire.

Actifs féconds et non-féconds

Il existe des points communs entre un tableau de maître, une pièce d'or ou une voiture de collection :

- Leurs détenteurs en tirent un plaisir sensoriel (la vue, le toucher) ;
- Leur valeur peut potentiellement augmenter avec le temps, ce qui permet de classer ces objets dans la catégorie des actifs ;
- Ces actifs ne se reproduisent pas et ne génèrent pas de revenus, tout comme les devises ou les matières premières.

Leur seul gain potentiel réside dans la possibilité de les revendre plus cher que leur prix d'achat : une plus-value, et non un revenu (sauf si vous louez votre voiture de collection).

Pourtant, certains biens, ou actifs, sont féconds. C'est là qu'intervient la notion de capitalisation.

Ce sont précisément ces actifs que nous voulons posséder. Nous les apprécions d'autant plus lorsqu'ils produisent beaucoup d'autres biens, et qu'ils le font avec régularité.

Lorsque vous achetez une action de l'entreprise LVMH, vous devenez propriétaire de vignes, de machines, ou encore de piqueuses à bras. Ces actifs produisent à leur tour d'autres biens : du champagne et des sacs à main, que LVMH échange à ses clients contre des euros ou des dollars.

Une fois les coûts déduits, les charges et les impôts, il reste un bénéfice. Celui-ci permet à l'entreprise d'investir dans de nouveaux moyens de production, et éventuellement de rémunérer ses actionnaires sous forme de dividendes, dont vous pouvez vous servir pour acheter de nouvelles actions LVMH.

En revanche, si vous décidez de ne pas investir et de conserver vos euros ou vos francs suisses sur votre compte bancaire, vous ne possédez qu'une information inscrite sur un disque dur.

Depuis qu'elles ne sont plus adossées à de l'or, c'est-à-dire la garantie d'être échangées contre de l'or par la banque qui les émet, les monnaies modernes tirent leur valeur exclusivement de la confiance collective : nous acceptons un billet ou un dépôt bancaire en échange d'un effort parce que nous sommes convaincus qu'une autre personne acceptera nos devises en échange d'un bien ou d'un service.

Les monnaies ne produisent rien, elles sont stériles et perdent de la valeur à long terme.

De la même façon que l'énergie se dégrade naturellement avec le temps et se stocke difficilement sans pertes, la valeur créée par le travail et l'effort humain (sous forme de biens, de services ou d'épargne) a tendance à se détériorer ou à perdre de son pouvoir d'achat lorsqu'on cherche à la conserver sur le long terme ; c'est ce phénomène qui se manifeste notamment par l'inflation, où la monnaie perd progressivement de sa valeur, rendant l'épargne accumulée moins efficace pour acheter les mêmes choses à l'avenir.

Une machine à fabriquer des sacs à main, elle, est féconde.

Une mine d'or est féconde ; un lingot d'or est stérile.

En investissement, ce que nous recherchons avant tout, c'est la fécondité.

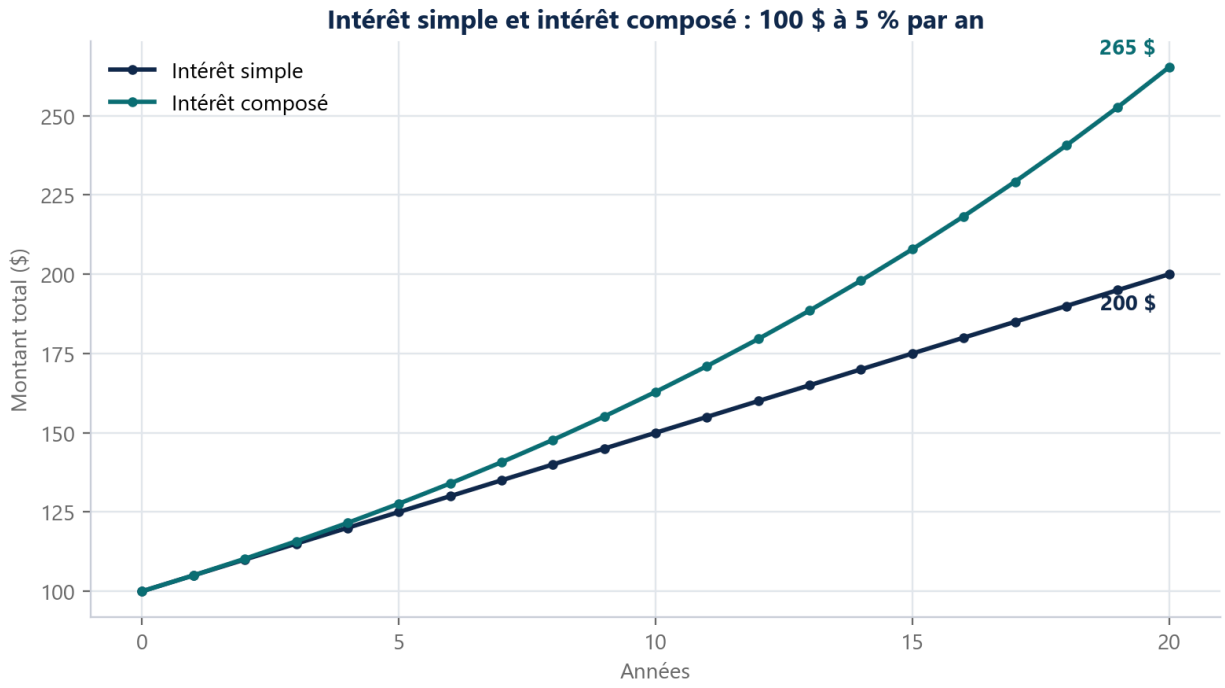
L'argent doit faire des petits.

La capitalisation

"Les intérêts composés sont la huitième merveille du monde, celui qui les comprend les gagne, celui qui ne les comprend pas les paie." On attribue souvent cette citation à A. Einstein.

Qu'est-ce que le capitalisme ? C'est simplement se restreindre pour épargner, acheter un moyen de production qui génère un rendement et réinvestir ce rendement à l'infini. Lorsque vous achetez une action, vous êtes le copropriétaire d'un moyen de production.

Le réinvestissement des gains est essentiel, car il permet une croissance exponentielle. Par exemple, 100 dollars placés à 5 % rapportent 5 dollars par an. Sans réinvestissement, après 20 ans, vous aurez 200 dollars. Mais si vous réinvestissez chaque année ces 5 dollars, au même taux, vous atteindrez environ 265 dollars au bout de 20 ans.



Comment intervient le réinvestissement des gains, dans le cadre d'une entreprise ?

Le réinvestissement est à l'origine de l'effet capitalisant. C'est comme une boule de neige qu'on fait rouler : elle grossit à chaque tour. La pente est la même, mais comme la boule est plus grosse, elle ramasse de plus en plus de neige.

La capitalisation au niveau d'une entreprise

Le bénéfice net (ou résultat net) peut être réinvesti de deux manières distinctes.

- **Premièrement, via le dividende.** Une partie du bénéfice peut être distribuée aux actionnaires sous forme de dividendes. L'actionnaire est alors libre de l'utiliser comme il le souhaite. S'il utilise les dividendes pour racheter des actions de la même entreprise, dans ce cas, la capitalisation se fait au niveau de l'investisseur.
- **Deuxièmement, via le réinvestissement par l'entreprise.** La part du bénéfice non distribuée est conservée et réinvestie directement par l'entreprise dans son activité. Si ces investissements sont efficaces, ils augmentent la valeur de l'entreprise, ce qui se traduit par une hausse du cours de l'action et une plus-value potentielle pour l'actionnaire.

Une entreprise qui ne verse pas de dividendes n'est donc pas nécessairement moins attractive : elle peut simplement privilégier la création de valeur à long terme plutôt qu'un revenu immédiat.

Sur le graphique ci-dessous, l'indice boursier français, le CAC 40, est représenté avec et sans réinvestissement des dividendes. Vous pouvez constater l'effet multiplicateur du réinvestissement des dividendes.



CAC 40 "nu" et CAC 40 "dividendes réinvestis"

À partir de quel niveau de richesse peut-on commencer à dépenser nos gains ?

Si possible jamais. Si vous dépensez vos gains, vous tuez une poule qui aurait pu pondre des œufs pendant longtemps.

Pour bien comprendre cette logique d'épargne, il est intéressant d'observer son développement dès le XVIe siècle dans les sociétés protestantes. Leur logique religieuse se définit par une restriction personnelle à la dépense, une privation volontaire du confort, du plaisir, et du paraître, couplée à une volonté d'être utile à sa communauté. **Se restreindre mène à l'épargne et la volonté de servir mène à investir dans des outils de production.** Lorsque vous associez ces deux notions, vous accumulez des richesses. Voici ce qu'observe Max Weber dans *L'Éthique protestante et l'Esprit du capitalisme* :

> *Si pareil frein de la consommation s'unit à pareille poursuite débridée du gain, le résultat pratique va de soi : le capital se forme par l'épargne forcée ascétique. Il est clair que les obstacles qui s'opposaient à la consommation des biens acquis favorisaient leur emploi productif en tant que capital à investir. Doit-on ajouter que la force d'un fait de cette nature échappe à toute évaluation exacte ? En Nouvelle-Angleterre le rapport est si net qu'il n'a pas échappé au coup d'œil d'un historien aussi pénétrant que Doyle. Mais en Hollande, pays qui pourtant ne fut assujetti à un strict calvinisme que sept années durant, l'absolue simplicité de mœurs des cercles les plus strictement religieux, qui allait de pair avec la possession d'énormes richesses, porta jusqu'à la démesure le goût de l'accumulation capitaliste.*

Le livre cite Benjamin Franklin :

> *Souviens-toi que l'argent est de nature prolifique et féconde. L'argent peut engendrer l'argent, et ses rejetons peuvent engendrer davantage, et ainsi de suite. Cinq shillings tournés en font six, tournés à nouveau en font sept shillings trois pence, et ainsi de suite jusqu'à ce qu'ils deviennent cent livres. Plus tu as d'argent, plus il en produit à chaque tour, de sorte que les profits montent de plus en plus vite. Celui qui assassine une pièce de cinq shillings détruit tout ce qu'elle aurait pu produire : des monceaux de livres sterling.*

Il n'est d'ailleurs pas rare que, dans les sociétés influencées par cette éthique protestante (notamment aux États-Unis), ces mêmes épargnants, parvenus à l'aisance ou à la fortune, deviennent des philanthropes actifs : après une vie passée à accumuler méthodiquement le capital, ils cherchent souvent à en redistribuer les fruits pour soutenir l'éducation, la recherche, la culture ou les œuvres sociales.

Acheter un bien fécond à un prix plus bas que sa valeur

Rappelons l'exemple des tableaux de Rothko, dont le prix est déterminé par un petit nombre d'acheteurs et de vendeurs. Il en va de même pour les actions en bourse : seule une infime fraction de la valeur boursière totale d'une entreprise est échangée chaque jour, souvent moins de 1 %.

Et si leur fixation du prix n'était pas juste ?

Autant la valeur d'un actif qui ne produit pas de revenu, comme un tableau ou une paire de chaussures, reste très subjective, car l'offre et la demande dépendent souvent de facteurs émotionnels ou de modes passagères, autant, pour un actif qui génère du cash, un arsenal d'outils de valorisation objective est à notre disposition. Parmi les principaux, citons :

- Flux de cash futur actualisé
- Dividendes futurs actualisés
- Revenus résiduels futurs actualisés
- Comparaison de multiples : Price/Earnings, Price/Book Value, EV/EBITDA, etc.

En comparant notre estimation de la valeur réelle d'une entreprise à son prix de marché, nous pouvons déterminer si nous l'achetons à un prix raisonnable. Certaines périodes, notamment lors des crises financières, offrent des opportunités exceptionnelles : la peur et l'irrationalité prennent le dessus, les prix se déconnectent brutalement de la réalité économique, et les meilleures entreprises se retrouvent temporairement bradées. Dans ces moments-là, l'investisseur Warren Buffett disait se sentir "comme un obsédé sexuel dans un bordel" (Forbes, 1974), tant ces occasions sont attrayantes.

En résumé, l'objectif est d'acheter des actifs féconds, c'est-à-dire capables de produire du cash dans le futur, à un prix correct, ou idéalement à un prix très attractif lorsque l'occasion se présente, tout en réinvestissant les dividendes pour maximiser l'effet multiplicateur.

Nous l'avons souligné : ce qui nous importe ce sont les résultats "futurs". Nous visons les entreprises qui réalisent un fort rendement dès que nous en devenons propriétaires, c'est-à-dire dans le futur.

COMMENT INVESTIR, NOTRE STRATÉGIE

Les douze clés de l'investissement

1. PRÉDIRE LE FUTUR AVEC LES PROBABILITÉS

On projette une gamme de différents scénarios, chacun ayant une probabilité propre de se réaliser.

Pour estimer les résultats futurs, nous nous appuyons sur la stabilité des résultats passés.

Il s'agit d'un mécanisme que nous appliquons souvent inconsciemment. Deux exemples illustrent cela :

1) De manière empirique et sans rien connaître à l'astronomie, nous calculons instinctivement la probabilité que le soleil se "lève" chaque lendemain, pour la simple et bonne raison que depuis notre naissance, il l'a toujours fait avec constance. La probabilité que le soleil se lève à nouveau est donc forte, pensons-nous instinctivement.

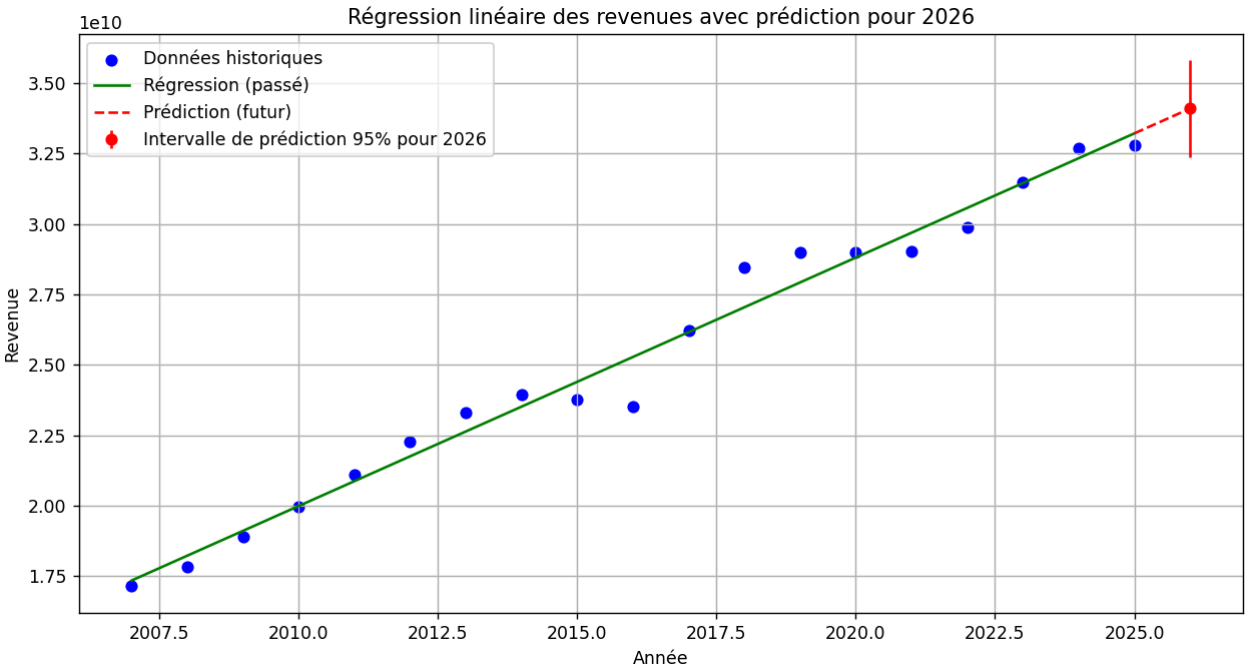
2) "La confiance prend des années à se construire, quelques secondes à se briser et une éternité à se réparer." Si un ami ne vous a jamais trahi malgré des situations où il aurait pu le faire, vous lui faites naturellement confiance pour l'avenir. Si vous deviez confier votre vie à quelqu'un, choisiriez-vous un inconnu ou cet ami fidèle ?

Pour la sélection des actions, le principe est le même : on cherche l'entreprise la plus rentable en tenant compte de la stabilité de ses résultats passés.

Bien entendu, rien n'est garanti : un ami fidèle peut finir par trahir, et une entreprise bénéficiaire depuis un siècle peut connaître une perte.

Mathématiquement, on parle de régression linéaire.

Vous trouverez ci-dessous un exemple : la régression linéaire appliquée aux ventes de l'entreprise Sainsbury's, avec une projection pour l'année suivante, basée sur les données passées, sur un intervalle de confiance de 95 %.



Ici il y a une légère autocorrélation positive (Durbin-Watson = 1,183) des résidus, ce qui peut légèrement sous-estimer l'erreur standard, rendant l'intervalle de prédiction artificiellement plus étroit et donc peut-être légèrement trop confiant.

> *"Si une entreprise est complexe ou sujette à des changements constants, nous ne sommes pas assez intelligents pour en prédire les flux de trésorerie futurs."*
>
> Warren Buffett, Lettre annuelle aux actionnaires, 1992

La stabilité permet de réduire les probabilités d'avoir des résultats très différents de ceux observés dans le passé.

Cependant il faut nuancer

Biais de surconfiance. Tendance des investisseurs à surestimer la précision de leurs prévisions et leur capacité d'analyse, les conduisant à prendre des risques excessifs.

Même avec des calculs savants, nous ne prétendons pas connaître l'avenir avec certitude, mais seulement une probabilité plus ou moins élevée que différents scénarios adviennent.

Biais du survivant. Un indice boursier comme le CAC 40 ou le S&P 500 est recomposé périodiquement : les entreprises qui ne satisfont plus aux critères de capitalisation boursière ou de liquidité en sont exclues et remplacées. Analyser les entreprises présentes aujourd'hui dans un indice, c'est donc travailler sur un échantillon dont les perdants ont déjà été retirés.

On ne peut pas simplement sélectionner les entreprises parce qu'elles présentent une courbe régulière de résultats. Certaines entreprises affichaient une courbe de résultats parfaitement régulière pendant des années avant de faire faillite.

La sélection doit partir de critères fondamentaux définis en amont : solidité du modèle économique, qualité des performances financières, compétence du management, et non du résultat historique observé. L'historique sert à confirmer ces critères, pas à justifier la sélection. Ces critères sont détaillés dans les chapitres 3 (Le Moat), 4 (Performances financières) et 5 (Une direction de qualité).

2. LONG TERME OU COURT TERME

Le piège du court terme : pourquoi la plupart des investisseurs s'y perdent

La loi des grands nombres est un principe clé en investissement : sur une seule journée, même un singe pourrait gagner de l'argent grâce à la chance. C'est sur le long terme, et surtout sur un grand nombre d'observations, que l'on mesure la vraie performance d'une stratégie. Par exemple, sur 10 000 trades effectués en un an, très peu de personnes sortiraient gagnantes. Les raisons principales ? Les frais de transaction sous-estimés, les biais psychologiques, et surtout l'absence d'un avantage statistique réel.

Les rares succès de l'investissement à court terme

Pour réussir durablement en investissement à court terme, il n'existe que très peu d'exemples emblématiques. Ces rares gagnants s'appuient sur des méthodes inaccessibles au grand public, telles que l'automatisation d'algorithmes confidentiels ou la théorie mosaïque. Parmi eux, on peut citer :

- **Larry Williams** : pionnier des indicateurs techniques pour capturer les mouvements rapides sur les marchés des matières premières.
- **Jim Simons**, fondateur de Renaissance Technologies : maître du trading quantitatif basé sur des modèles mathématiques avancés.
- **Steven Cohen** (Point72 Asset Management, ex-SAC Capital) : expert en trading actif à haut risque, fondé sur une recherche fondamentale intensive et une rotation rapide de portefeuille.

Ces figures du trading illustrent la difficulté : leur succès repose sur des outils sophistiqués et une discipline impitoyable, loin d'être reproductibles pour l'investisseur moyen.

Le triomphe du long terme : des gagnants innombrables

À l'inverse, l'investissement sur le long terme (buy-and-hold, avec des positions tenues des années ou des décennies) produit tant de succès qu'ils sont légion.

Si vous examinez la liste des plus grandes fortunes mondiales, vous constaterez que la plupart détiennent des actions qu'elles conservent très longtemps, voire toute leur vie, le plus souvent dans l'entreprise qu'elles ont elles-mêmes fondée ou qu'elles ont reçue en

héritage, qu'elles connaissent parfaitement et dans laquelle elles concentrent l'essentiel de leurs investissements.

Ce sont aussi des millions d'investisseurs, via des fonds indiciels* ou des stratégies simples, bâtissant une richesse durable grâce à la capitalisation composée.

* Un fonds indiciel est un type de placement qui reproduit automatiquement la performance d'un indice boursier (comme le CAC 40 ou le S&P 500) en achetant exactement les mêmes actions dans les mêmes proportions. Un indice boursier est un indicateur statistique qui mesure la performance moyenne de plusieurs actions sélectionnées.

Ici, la patience et la simplicité battent souvent la complexité spéculative. À ce jour, aucun des traders à court terme mentionnés plus haut n'a accumulé une fortune comparable à celle de Warren Buffett.

Notre inspiration principale : Warren Buffett et Charlie Munger

Parmi ces investisseurs à long terme, nous avons choisi Warren Buffett et Charlie Munger, duo emblématique à la tête de Berkshire Hathaway (la holding qu'ils ont transformée en empire), comme sources d'inspiration privilégiées, en adaptant leur approche à l'ère technologique. Voici pourquoi :

- **Ils ont fait leurs preuves** : des résultats performants et stables qui prouvent qu'ils ne sont pas dus au hasard.
- **De simples investisseurs à milliardaires** : tous deux sont devenus milliardaires grâce à leurs choix d'investissement judicieux, en achetant des entreprises solides à des prix raisonnables et en les conservant longtemps.
- **Un impact sur leurs followers** : beaucoup de ceux qui ont suivi leurs conseils ou investi à leurs côtés ont également amassé des fortunes. Parmi eux :
  - Stewart Horejsi : a investi tôt dans Berkshire et géré un fonds dédié, atteignant une fortune de plusieurs milliards.
  - David Gottesman : membre du conseil d'administration de Berkshire, décédé en 2022 avec une fortune estimée à 3 milliards de dollars.
  - Li Lu : surnommé le "Warren Buffett chinois", il a géré des fonds pour Munger et excelle dans l'investissement via Himalaya Capital.
- **Une technique accessible à tous** : contrairement aux algorithmes complexes, leur méthode est reproductible.

Au-delà d'une simple technique, Buffett et Munger ont forgé une philosophie de l'investissement : une vision holistique qui valorise la patience, l'humilité, l'apprentissage continu et la résilience face aux fluctuations du marché.

3. LE MOAT



Photo : Simon Ledingham, CC BY-SA 2.0

Selon Warren Buffett, le “moat” économique (ou douve en français) désigne un avantage concurrentiel durable qui protège une entreprise de ses rivaux, comme un fossé profond entourant un château médiéval, gardé par des requins pour repousser les assaillants. Ce moat peut provenir d’une marque forte (comme Coca-Cola), d’un coût de changement élevé pour les clients (comme Apple), ou d’économies d’échelle insurmontables pour une petite entreprise, permettant des rendements sur capital investi supérieurs et pérennes.

> *“Dans un secteur comme celui de l’assurance automobile chez GEICO, les barrières à l’entrée sont faibles. Je veux dire par là que les gens doivent souscrire une assurance automobile, donc tout le monde va avoir une police d’assurance automobile par voiture, en gros, ou par conducteur. Je ne peux pas leur en vendre 20, mais ils doivent en acheter une. Sur quels critères vont-ils se baser pour l’acheter ? Ils vont l’acheter en fonction du service et du coût. La plupart des gens supposent que le service est assez identique d’une compagnie à l’autre, ou presque, donc ils vont se baser sur le coût, et je dois donc être le producteur le moins cher. C’est mon fossé. Dans la mesure où mes coûts sont encore plus bas que ceux de mes concurrents, j’ai jeté quelques requins dans le fossé.”*
>
> Warren Buffett, prise de parole à l’Université de Floride, 2007

Le moat permet d'avoir des performances financières exceptionnelles ; sans lui, la concurrence finirait par réduire la performance financière et les ratios de rendement.

Des ratios de rendement exceptionnels qui perdurent sur le long terme sont souvent révélateurs d'un moat solide et durable, ce qui nous amène au quatrième chapitre.

4. PERFORMANCES FINANCIÈRES

Les performances financières constituent le cœur du réacteur dans notre processus de sélection des entreprises. Cela nécessite à la fois l'usage d'outils de gestion de données pour filtrer les entreprises et une étude attentive de leurs rapports annuels.

Une part importante du travail de sélection requiert une analyse approfondie des états financiers de l'entreprise (bilan, compte de résultat, etc.) ainsi que des annotations associées.

Voici les mesures que nous utilisons. Chaque élément comptable étant susceptible d'être biaisé ou manipulé, même légalement et sous contrôle de l'auditeur externe, l'analyse demande une certaine connaissance de la comptabilité.

- **Rendement élevé sur capitaux propres (ROE)** : calculé comme (Bénéfice net / Capitaux propres) x 100, il doit être élevé et constant sur 5 à 10 ans, ou en croissance stable, indiquant une efficacité dans l'utilisation des fonds des actionnaires, sans recours excessif à l'endettement. L'analyse DuPont permet de déterminer l'origine de la rentabilité : il est préférable qu'elle provienne de la marge bénéficiaire plutôt que de l'endettement.
- **Marges bénéficiaires élevées et croissantes** : les marges (Bénéfice net / Ventes nettes) doivent être dans une tendance haussière, ou stables. La marge bénéficiaire doit être importante, en comparaison aux autres entreprises du secteur, et si possible au-dessus de 15 %.
- **Faible niveau d'endettement** : les actifs sont financés par le passif. Le passif est constitué de dettes et de capitaux propres. Le ratio dette/capitaux propres doit être préférablement bas, pour éviter les risques financiers. Les bénéfices doivent provenir pour une large part des capitaux propres, pas de l'emprunt, ce qui peut être déterminé par l'analyse DuPont.
- **Rendement élevé sur le capital investi (ROIC)** : l'entreprise doit générer de bons rendements sur le capital tangible net requis pour ses opérations. Si possible supérieurs à 10 %.
- **Flux de trésorerie solides et "owner earnings" élevés** : c'est une métrique très importante développée par Warren Buffett dans sa Lettre aux actionnaires de 1986, et que nous avons légèrement modifiée pour l'adapter aux entreprises technologiques. L'analyse se concentre sur les bénéfices réellement disponibles pour les actionnaires, c'est-à-dire le cash généré par l'activité après avoir financé toutes les dépenses et investissements indispensables à l'utilisation et au maintien des outils de production.

Contrairement au résultat net, la formule des owner earnings que nous avons développée ne déduit pas du chiffre d'affaires les dépenses et investissements destinés à financer la croissance future de l'entreprise, tels que les dépenses de R&D et les CAPEX de croissance. Nous distinguons ainsi la R&D de maintenance, celle qui sert à entretenir les actifs existants ou à préserver un avantage concurrentiel par une innovation continue, de la R&D de croissance, orientée vers le développement de produits ou de capacités futures. Cette mesure est moins sujette aux manipulations comptables que le résultat net, car elle reflète directement les flux de cash réels du business. Contrairement aux autres métriques, elle permet d'identifier d'excellentes entreprises dont les ratios de rentabilité paraissent médiocres en raison de réinvestissements continus, pourtant moteurs d'une forte croissance.

- **Stabilité des résultats** (et non du cours de bourse), ou de la croissance des résultats, notamment face aux crises, pour connaître la bonne résistance des rendements pendant des temps difficiles. Pour une meilleure stabilité des résultats, éviter les entreprises trop dépendantes des matières premières.

La direction d'une entreprise peut utiliser plusieurs méthodes comptables parfaitement légales pour gonfler artificiellement le résultat net. Or, si le résultat net augmente, les ratios ROE, ROIC et marge bénéficiaire augmentent mécaniquement, et nous pourrions être séduits par une entreprise qui ne le mérite pas.

Par exemple, il suffirait d'adopter un amortissement linéaire des outils de production plutôt qu'un amortissement accéléré. Le résultat net serait alors plus élevé, alors même que la richesse économique créée n'aurait pas changé : il s'agit d'une amélioration purement comptable.

Les motivations peuvent être multiples :

- Optimisation financière (atteindre des seuils déclenchant des bonus ou respecter des covenants bancaires) ;
- Valorisation boursière (séduire les investisseurs en "embellissant" les ratios) ;
- Gestion fiscale (si une hausse d'impôts est anticipée, il peut être avantageux de faire remonter les bénéfices immédiatement), etc.

En revanche, il est beaucoup plus difficile de manipuler les comptes sur la durée. À long terme, l'amortissement linéaire réduit le résultat net par rapport à un amortissement accéléré, rendant les artifices comptables progressivement inefficaces.

C'est une raison supplémentaire d'analyser les comptes d'une entreprise sur le long terme et non uniquement sur la dernière année d'exercice.

5. UNE DIRECTION DE QUALITÉ

Miser d'abord sur un bon business avec un bon moat plutôt que sur un manager exceptionnel qui dirige une entreprise médiocre. "Un bon business tolère souvent une direction moyenne", Warren Buffett, Lettre annuelle aux actionnaires, 1991.

Intégrité et alignement. Vérifier le risque d'aléa moral des dirigeants : ils devraient idéalement avoir une part significative de leur patrimoine investie dans l'entreprise.

Leur rémunération doit rester raisonnable, des salaires élevés étant tolérables s'ils sont justifiés, mais suspects en cas d'abus.

Les rapports annuels doivent être transparents, sans excuses fallacieuses pour les échecs. À ce titre, Warren Buffett, en tant que dirigeant de Berkshire Hathaway, reconnaissait volontiers ses erreurs.

Les dirigeants doivent prioriser la réputation de l'entreprise, car la ternir est plus grave que subir des pertes sur une année.

Allocation de capital. Vérifier que, sur une période d'au moins 5 ans, chaque dollar de bénéfice conservé et réinvesti par l'entreprise a créé au moins un dollar de valeur pour les actionnaires. Évaluer aussi la discipline des dirigeants dans les acquisitions, les dividendes et les rachats d'actions, en évitant le surendettement et les prises de risque excessives.

Qualités. Des traits comme l'intelligence, l'ambition, l'honnêteté. La qualité indispensable est l'honnêteté, sinon l'intelligence et l'ambition se retourneront contre les actionnaires.

Assister aux assemblées annuelles pour observer l'attitude des dirigeants face aux actionnaires : confiance, franchise, et absence d'arrogance.

Voici ce qu'écrit Buffett en 2024 aux actionnaires de l'entreprise financière qu'il dirige, Berkshire Hathaway :

> *"Des erreurs, oui nous en faisons à Berkshire. Au cours de la période 2019-2023, j'ai utilisé les mots "erreur" ou "faute" à 16 reprises dans mes lettres à votre intention. De nombreuses autres grandes entreprises n'ont jamais utilisé ces termes au cours de cette période. Je dois reconnaître qu'Amazon a fait preuve d'une franchise brutale dans sa lettre de 2021. Ailleurs, on trouve généralement des discours optimistes et des images flatteuses."*

6. QUAND ACHETER

Nous achetons lorsque l'entreprise répond aux critères définis dans ce document et que le prix est raisonnable.

Nous achetons massivement lorsque le prix d'une superbe entreprise est très sous-évalué, par exemple pendant une crise, mais la sous-évaluation est un critère secondaire : il vaut mieux acheter une entreprise formidable à un prix raisonnable que d'acheter une entreprise raisonnable à un prix formidable.

Il nous arrive de renoncer à acheter une action qui remplissait nos critères, même si elle est sous-évaluée, dans le cas où les caractéristiques économiques fondamentales à long terme changent (par exemple, une perte d'avantage concurrentiel), rendant l'entreprise moins prévisible ou attractive.

Macroéconomie

La macroéconomie étudie le fonctionnement global de l'économie (croissance, inflation, taux d'intérêt), tandis que la microéconomie analyse le comportement des agents économiques individuels, comme les ménages et les entreprises (prix, coûts, production, profits).

Les prédictions macroéconomiques ne constituent pas un déclencheur d'achat pour Buffett et Munger, qui s'appuient principalement sur l'analyse microéconomique pour prendre leurs décisions d'investissement.

> *"Au cours des 54 années où nous avons travaillé ensemble, nous n'avons jamais renoncé à un achat intéressant en raison de l'environnement macroéconomique ou politique, ou de l'opinion d'autres personnes. En fait, ces sujets ne sont jamais abordés lorsque nous prenons des décisions."*
>
> Warren Buffett, Lettre aux actionnaires, 2013

> *“On accorde trop d’importance à la macroéconomie et pas assez à la microéconomie. Je pense que c’est une erreur. C’est comme essayer de maîtriser la médecine sans connaître l’anatomie et la chimie. De plus, la microéconomie est une discipline très intéressante. Elle aide à bien comprendre la macroéconomie. Et c’est un exercice parfait. En revanche, je ne pense pas que les macroéconomistes s’amusent beaucoup. Ils se trompent souvent en raison de l’extrême complexité du système qu’ils souhaitent comprendre.”*
>
> Charlie Munger, 2003

Quant à nous, nous considérons l’analyse microéconomique comme primordiale, mais nous estimons que l’analyse macroéconomique peut également être prise en compte pour confirmer un achat, sans jamais constituer le critère principal pour acquérir une action.

Si Munger et Buffett ne cherchent pas à prédire les événements macroéconomiques, ils utilisent néanmoins beaucoup l’analyse des taux d’intérêt des obligations d’État américaines (taux d’intérêt auxquels un État emprunte de l’argent), également appelés “taux sans risque”, pour comparer et évaluer l’opportunité de rendement d’une entreprise, comme nous le verrons plus en détail dans le chapitre 12, “Évaluer une entreprise”.

7. COMPRÉHENSION DU BUSINESS MODEL

Buffett n'investit que dans des entreprises qu'il comprend, en évitant les secteurs complexes ou en dehors de son expertise (comme la technologie au début de sa carrière). Cela inclut une compréhension claire des revenus, des dépenses, des flux de trésorerie, des relations de travail, de la flexibilité des prix et des besoins en capital.

> *"Vous n'avez pas besoin d'être expert de chaque entreprise, ni même de beaucoup d'entre elles. Vous devez seulement être capable d'évaluer les entreprises qui se trouvent dans votre cercle de compétence."*
>
> Warren Buffett, Lettre aux actionnaires de Berkshire Hathaway, 1996

Concernant le secteur des semi-conducteurs, si vous ne savez pas qui en sont les acheteurs, pour quelles raisons ils achètent, ni comment la technologie fonctionne, il est préférable de rester à l'écart des entreprises de ce secteur, même lorsque leurs cours s'envolent. Sans compréhension des moteurs réels de la croissance, il est impossible d'anticiper une éventuelle correction majeure, faute d'avoir correctement évalué la valeur intrinsèque du secteur.

En investissant seulement dans des business que l'on comprend et qui ont fait leurs preuves, on manque forcément des opportunités dans des secteurs à la mode.

> *"Avec Coca-Cola, je peux arriver à une estimation très rationnelle des flux de trésorerie qu'elle générera à l'avenir. Mais avec les 10 principales entreprises internet, combien de cash produiront-elles sur les 25 prochaines années ? [...] Tout ce que je sais, c'est que je ne sais pas, et si je ne sais pas, je n'investis pas."*
>
> Warren Buffett, 1999, interview donnée à Bloomberg

Pour mieux comprendre cette citation il faut se rappeler le contexte de 1999 et 2000, où les valeurs technologiques explosaient rapidement en bourse, puis la frénésie a laissé place à ce qu'on appelle "l'éclatement de la bulle internet".

Buffett a été maintes fois moqué, notamment pour ne pas avoir acheté de valeurs technologiques pendant que d'autres faisaient des fortunes. Plus récemment, il a été moqué pour ne pas avoir acheté du Bitcoin.

> *“Qu’est-ce qui ne va pas, Warren ? Après plus de 30 ans de succès incomparable, Warren Buffett pourrait perdre sa touche magique.”*
>
> Barron’s, 27 décembre 1999

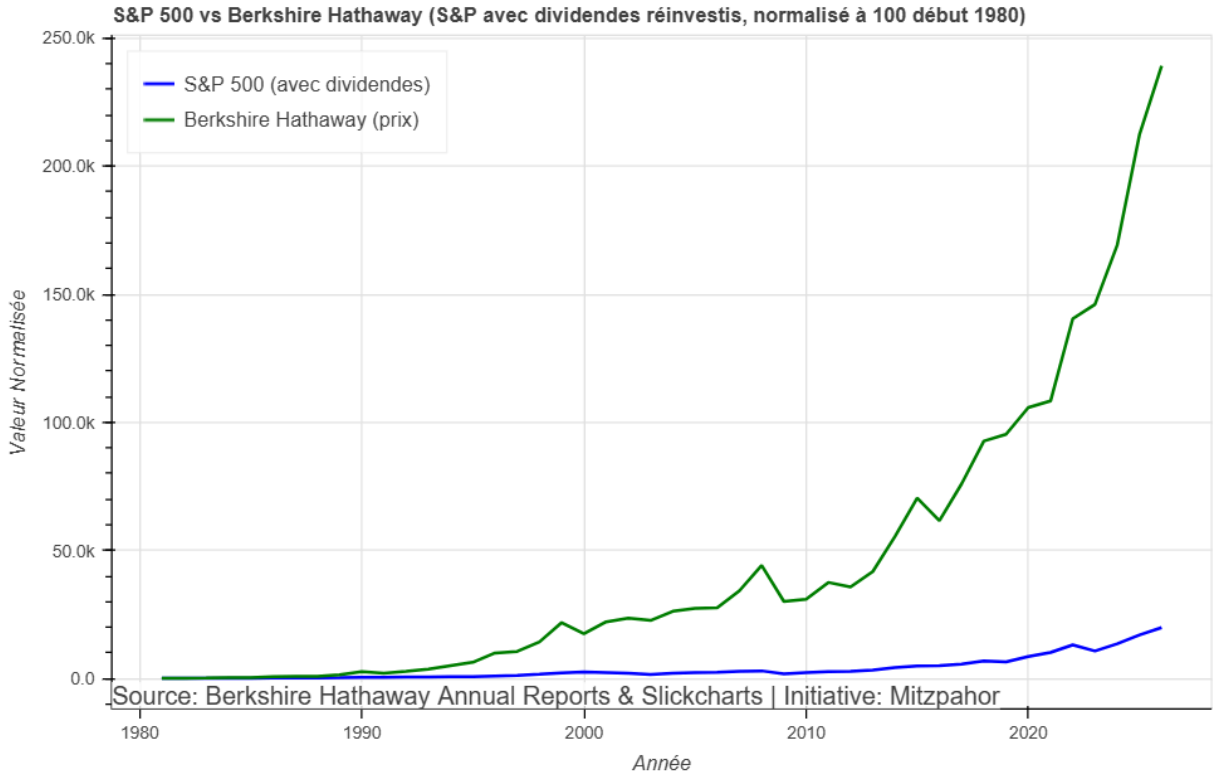
Le temps a donné raison à Buffett.



Éclatement de la bulle internet

Comme nous l’avons vu précédemment, nous recherchons la stabilité des résultats financiers, ou de leur croissance. Or, la stabilité exige un historique long et éprouvé. C’est précisément pour cette raison que Warren Buffett et Charlie Munger ont attendu si longtemps avant d’investir dans des valeurs technologiques.

Voici les performances de Berkshire Hathaway, la société d’investissement gérée par Warren Buffett et Charlie Munger, comparées à l’indice de référence S&P 500 dividendes réinvestis, de 1980 à 2025.



Un investissement sur le S&P 500 aurait multiplié votre mise initiale par 200, tandis qu'un investissement dans Berkshire Hathaway l'aurait multipliée par 2 390.

8. DIVERSIFICATION

Nous remettons en question l'idée de se diversifier pour le simple principe de réduction de risque, car cela dilue souvent les rendements sans apporter de réelle valeur. Notre approche consiste à bien connaître chaque actif : plus notre conviction est fondée, moins il est utile de se protéger contre le risque spécifique lié à un titre. Nous nous concentrons simplement sur les meilleures opportunités, en tenant compte de tous les facteurs pertinents.

Immobilier

Munger a bâti sa fortune initiale grâce à une combinaison d'investissements privés, incluant l'immobilier, avant de se tourner rapidement vers les marchés actions. Il considérait l'immobilier comme un placement pertinent pour certains investisseurs, mais peu adapté à son propre style d'investissement ou à celui de Berkshire Hathaway, notamment en raison du manque d'avantage compétitif durable, de la fiscalité et de la difficulté à identifier des actifs réellement sous-évalués.

Buffett, de son côté, a toujours privilégié les actions aux investissements immobiliers directs, qu'il juge plus complexes à négocier, à gérer et à déployer à grande échelle. Il a néanmoins reconnu que l'immobilier peut être attractif dans des contextes spécifiques.

S'agissant des fonds immobiliers cotés (REITs), plus liquides et plus facilement négociables que l'immobilier en direct, Berkshire Hathaway en a très rarement détenu, et uniquement à des niveaux marginaux par rapport à la taille totale de son portefeuille.

La logique reste constante : l'allocation dépend de l'existence d'une meilleure opportunité. Si l'immobilier avait été la classe d'actifs la plus rentable, la moins risquée, la plus liquide et la moins efficacement valorisée par le marché, il aurait occupé une place bien plus importante dans le portefeuille de Berkshire Hathaway.

Dans les faits, Berkshire a investi bien davantage en obligations qu'en immobilier.

Obligations

Une obligation est un prêt matérialisé par un titre financier, négociable sur un marché coté.

Historiquement, le marché obligataire a offert des rendements inférieurs à ceux du marché actions. Néanmoins, Berkshire Hathaway a à plusieurs reprises investi dans des obligations d'État à court terme lorsque les opportunités sur les marchés actions étaient jugées

insuffisantes en raison de valorisations trop élevées.

Les obligations d'État à court terme, ou Treasury Bills (T-Bills), servent alors principalement à placer temporairement des liquidités dans l'attente de meilleures opportunités d'investissement.

Fin 2025, Berkshire Hathaway détient environ 360 milliards de dollars en T-Bills à court terme, ce qui représente près d'un tiers des actifs totaux du groupe.

Diversification temporelle : le DCA (Dollar Cost Averaging)

Le DCA consiste à investir la même somme à intervalles réguliers dans un actif financier (actions, ETF, obligations, cryptos, etc.), quel que soit le niveau du marché.

> *"En investissant périodiquement dans un fonds indiciel, par exemple, l'investisseur "ignorant" peut en réalité surperformer la plupart des professionnels de l'investissement."*
>
> Warren Buffett, Lettre aux actionnaires, 1993

Pensez à l'institution financière qui a la meilleure image à vos yeux. Il y a fort à parier que les résultats de ses fonds soient en grande majorité moins bons qu'un achat passif qui consiste à acheter régulièrement l'indice S&P 500.

Plusieurs études démontrent cette sous-performance des professionnels.

SPIVA Scorecard

Le SPIVA Scorecard est un rapport semestriel publié par S&P Dow Jones Indices qui compare les performances des fonds d'investissement gérés activement à celles de leurs indices de référence passifs, représentant un outil clé en finance pour évaluer l'efficacité de la gestion active par rapport à la gestion passive :

En 2025, 92,07 % des fonds actions européens ont de moins bons résultats sur 10 ans que l'indice S&P Europe 350.

88,29 % des fonds "large capitalisation" américains ont de moins bons résultats que l'indice S&P 500.

Source : S&P Dow Jones Indices, SPIVA Scorecard.

Les fonds actions des grandes institutions financières prélèvent plus de frais que les fonds indiciels passifs.

Le tableau ci-dessous montre que la plupart de ces fonds font moins bien que leur indice de référence, et que les frais ne font qu'aggraver cet écart.

Catégorie de fonds	Indice de référence	Fonds, frais déduits (%)	Fonds, avant frais (%)	Comptes institutionnels (%)
All Domestic	S&P Composite 1500	88,43	79,85	85,00
All Large Cap	S&P 500	84,15	76,23	85,81
All Mid Cap	S&P MidCap 400	76,69	65,81	64,71
All Small Cap	S&P SmallCap 600	90,13	81,11	81,82
All Multi Cap	S&P Composite 1500	88,56	79,67	83,20
Large-Cap Growth	S&P 500 Growth	86,54	78,30	89,89
Large-Cap Core	S&P 500	88,26	80,00	86,54
Large-Cap Value	S&P 500 Value	82,17	68,08	73,79
Mid-Cap Growth	S&P MidCap 400 Growth	81,48	69,59	68,00
Mid-Cap Core	S&P MidCap 400	76,51	69,09	64,29
Mid-Cap Value	S&P MidCap 400 Value	70,27	57,75	58,33
Small-Cap Growth	S&P SmallCap 600 Growth	91,89	85,00	87,10
Small-Cap Core	S&P SmallCap 600	91,44	81,91	81,48
Small-Cap Value	S&P SmallCap 600 Value	92,31	79,21	76,67
Multi-Cap Growth	S&P Composite 1500 Growth	90,57	82,94	81,25
Multi-Cap Core	S&P Composite 1500	91,16	83,33	84,09
Multi-Cap Value	S&P Composite 1500 Value	76,87	62,50	79,59
Real Estate	S&P United States REIT	82,64	52,38	27,27

Part des gérants de fonds actions américains faisant moins bien que leur indice de référence, sur cinq ans. Source : S&P Dow Jones Indices, eVestment Alliance, CRSP, données au 31 décembre 2015.

Le média suisse Le Temps titrait ainsi, le 26 janvier 2023 : "Moins d'un gérant sur dix est meilleur que le marché". Selon l'étude d'un consultant zurichois citée par le journal, entre 5 et 8 % des gestionnaires battent le marché depuis 2010.

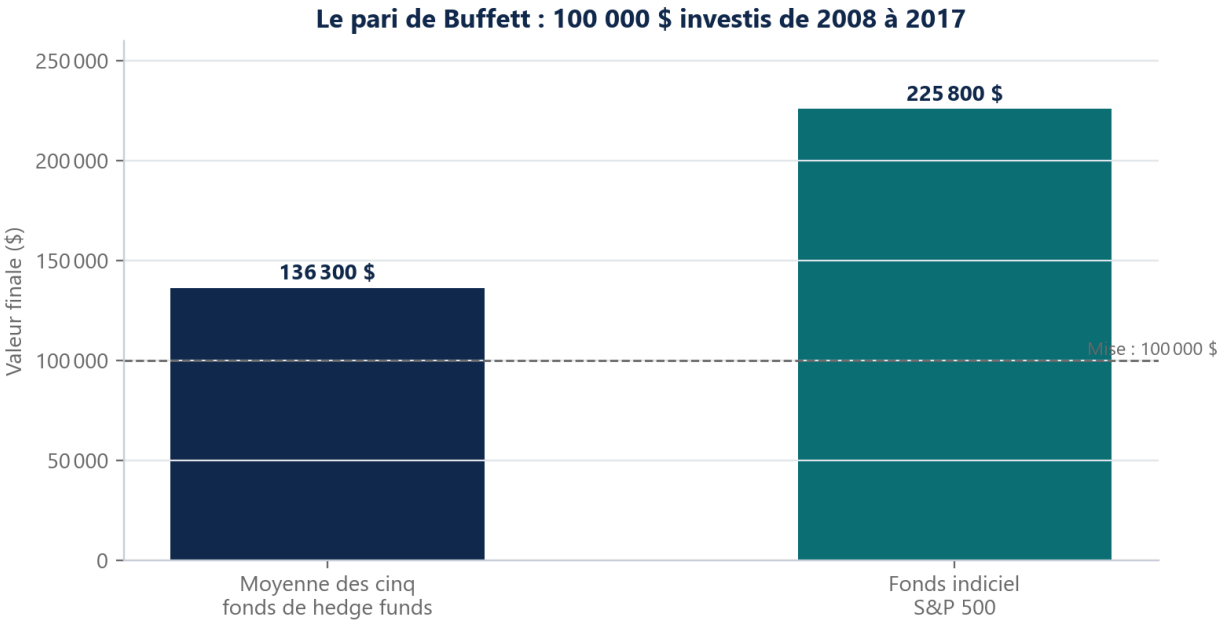
Le pari de Warren Buffett contre les hedge funds

Un hedge fund est un fonds d'investissement alternatif, généralement réservé aux investisseurs qualifiés, qui utilise des stratégies flexibles et parfois complexes (vente à découvert, levier, produits dérivés) pour générer de la performance indépendamment des

conditions de marché. Les frais sont élevés : typiquement 2 % de frais de gestion et 20 % de la performance.

Le pari de Warren Buffett (2008-2017) consistait à affirmer qu'un simple investissement passif dans l'indice S&P 500 ferait mieux, sur 10 ans, que la performance moyenne des hedge funds après leurs frais. Buffett a choisi un fonds indiciel Vanguard à faibles frais ; en face, le fonds de hedge funds Protégé Partners a sélectionné cinq fonds de fonds. Résultat : le S&P 500 a largement battu les hedge funds. Pour 100 000 dollars investis, les hedge funds ont donné 136 300 dollars et le fonds indiciel sur le S&P 500, 225 800 dollars.

Buffett voulait démontrer que, sur le long terme, la simplicité à faible coût bat la complexité coûteuse, et que les frais élevés des hedge funds érodent fortement leur performance nette.



Chiffres : lettre aux actionnaires de Berkshire Hathaway, 2017.

> *"Warren Buffett remporte un pari d'un million de dollars conclu il y a dix ans, selon lequel l'indice boursier S&P 500 surpasserait les fonds spéculatifs, et ce n'était même pas serré."*
>
> Titre d'un article de Mark J. Perry, American Enterprise Institute, 3 janvier 2018

À leur décharge, les fonds actions des grandes institutions financières sous-performent souvent le S&P 500 pour plusieurs raisons :

- **Limitation du risque** : ils cherchent à réduire la volatilité, ce qui restreint le potentiel de rendement, surtout lorsque l'indice est tiré par quelques valeurs technologiques à forte croissance, comme le S&P 500.

- **Frais élevés** : salaires des gestionnaires et coûts opérationnels sont financés par les clients, ce qui réduit le rendement net.

Lorsqu'on investit dans un fonds indiciel, il faut parfois accepter plus de volatilité que les fonds actions gérés activement par des professionnels. En 2008, le S&P 500 a perdu près de 40 %. Une fois ce risque accepté, l'historique montre que, dans leur ensemble, les fonds indiciels ont montré des résultats supérieurs aux fonds gérés activement par des professionnels.

Alors pourquoi ne pas acheter un fonds indiciel en DCA (investir la même somme sur un indice à intervalle régulier) ?

Le DCA est une approche correcte, mais loin d'être optimale. "Quand il pleut de l'or, sortez le seau, pas le dé à coudre."

Lorsqu'une entreprise de qualité devient fortement sous-évaluée, que ce soit lors d'une crise de marché ou d'une difficulté temporaire propre à la société, il est plus rationnel d'investir massivement, à condition que nos critères fondamentaux restent satisfaits.

Investir dans un indice revient à acheter indistinctement de bonnes entreprises et d'autres en mauvaise situation ou déficitaires. Selon nous, sélectionner les meilleures sociétés offre un potentiel de rendement supérieur.

Diversification : opposition Value ou Growth

Il s'agit d'une distinction classique en finance, opposant deux styles d'investissement aux logiques et aux cycles de performance différents.

La stratégie basée sur la valeur consiste à acheter des entreprises matures, stables et sous-évaluées sur la base de leurs résultats passés.

La stratégie basée sur la croissance consiste à acheter des entreprises en forte expansion, chères car leur valeur dépend d'une croissance future encore non prouvée.

Nous pensons qu'il est essentiel de comprendre que la croissance est une composante de la valeur.

À titre d'exemple, un appartement dont les loyers augmentent de 10 % par an n'a pas la même valeur qu'un bien dont les loyers restent figés en raison d'un encadrement étatique des loyers. Il en est de même pour une entreprise.

> *“La plupart des analystes estiment qu’ils doivent choisir entre deux approches généralement considérées comme opposées : la “valeur” et la “croissance”. […] Nous considérons cela comme une réflexion confuse. […] La croissance est toujours une composante du calcul de la valeur, constituant une variable dont l’importance peut varier de négligeable à énorme et dont l’impact peut être aussi bien négatif que positif. […] De plus, nous pensons que le terme même d’“investissement dans la valeur” est redondant. Qu’est-ce que “l’investissement” si ce n’est la recherche d’une valeur au moins suffisante pour justifier le montant payé ? Payer consciemment plus cher qu’une action ne vaut pour elle-même, dans l’espoir de la revendre rapidement à un prix encore plus élevé, devrait être qualifié de spéculation (ce qui n’est ni illégal, ni immoral, ni, à notre avis, financièrement enrichissant).”*
>
> Warren Buffett, Lettre aux actionnaires de Berkshire Hathaway, 1992

La spéculation consiste principalement à acheter un actif en espérant le revendre plus cher, sans que la décision repose sur les revenus économiques générés par l’actif.

L’investissement, au sens économique, chez Benjamin Graham et Warren Buffett, repose sur la capacité de l’actif à produire des flux de trésorerie futurs.

Combien de titres dans un portefeuille d’actions ?

La diversification est un pilier fondamental des offres des institutions financières, des gérants de fortune aux hedge funds. Théorisée par Harry Markowitz, elle répartit les investissements sur divers actifs pour minimiser les risques. Les gérants de fortune l’utilisent pour préserver le patrimoine, tandis que les hedge funds l’exploitent pour des arbitrages.

Pourtant, la philosophie d’investissement de Warren Buffett privilégie une concentration extrême sur un nombre restreint d’actifs bien maîtrisés et sélectionnés avec une forte conviction, plutôt qu’une diversification excessive.

Pour lui, c’est la connaissance de l’actif et la compréhension du business qui réduisent le risque. La diversification ne fait que réduire le rendement.

> *“Si vous avez un harem de 40 femmes, vous n’apprenez jamais vraiment bien à toutes les connaître.”*
>
> Warren Buffett, 1984, Lettre annuelle aux actionnaires, citant Billy Rose

Rappelons que la plupart des personnalités les plus riches du monde, comme Elon Musk, Mark Zuckerberg, Jeff Bezos ou encore Bernard Arnault, incarnent ces principes : portefeuille peu diversifié, forte conviction, très bonne connaissance de l'entreprise.

Il faut néanmoins être capable de dormir sur ses deux oreilles quand on perd des dizaines de milliards en quelques semaines, ce qui n'est pas à la portée de tous.

> *"Nous pensons que la diversification, telle qu'elle est généralement pratiquée, a très peu de sens pour quelqu'un qui sait ce qu'il fait. La diversification est une protection contre l'ignorance."*
>
> Warren Buffett, 1996

À Berkshire, 80 à 90 % du portefeuille est concentré sur une poignée de participations comme Apple ou Coca-Cola. Cela maximise l'effet exponentiel, mais nécessite une haute conviction issue de l'analyse qualitative.

9. QUAND VENDRE

Notre période de détention favorite est à perpétuité, ne vendant que pour des raisons fondamentales, non émotionnelles ou spéculatives. Les déclencheurs incluent :

- **Changement fondamental ou structurel** : si les hypothèses initiales (moat, direction) ne se réalisent pas, et qu'au contraire elles déclinent en opposition à la trajectoire qu'elles prenaient dans le passé. Ou si les raisons fondamentales qui nous ont poussés à acheter sont menacées dans le futur, à tel point qu'il y a une incertitude sur les résultats attendus.
- **Meilleure opportunité ailleurs** : réallouer vers un investissement supérieur, même si cela signifie vendre une bonne affaire. "Nous vendrions à contrecœur quelque chose de terriblement bon marché pour acheter quelque chose d'encore plus bon marché." Warren Buffett, Meeting annuel, 2002.

10. GARDER DES LIQUIDITÉS

La stratégie est d'être 100 % investi en actions lorsque le marché est sous-évalué ou correctement évalué, et de garder des liquidités, principalement en achetant des obligations d'État, en l'absence de meilleure opportunité, lorsque le marché est surévalué.

Pourquoi ne pas tout vendre lorsque le marché est surévalué ?

Éviter complètement les actions par peur d'une surévaluation est une erreur stratégique. Nous sommes investis en actions même lorsque le marché semble cher, car personne ne peut prédire précisément quand entrer ou sortir du marché.

> *"Nous n'avons aucune idée, et n'en avons jamais eu, de la direction que prendra le marché à court ou moyen terme : à la hausse, à la baisse ou latéralement."*
>
> Warren Buffett, Lettre aux actionnaires, 1986

> *"Nous pensons que les prévisions à court terme des cours des actions ou des obligations sont inutiles. Les prévisions peuvent vous en apprendre beaucoup sur le prévisionniste, mais elles ne vous apprennent rien sur l'avenir."*
>
> Warren Buffett, Lettre aux actionnaires, 1980

Pour savoir si le marché est surévalué, nous utilisons plusieurs outils simples, qui ne sont pas infaillibles et présentent des biais, mais nous préférons "avoir un peu raison que complètement tort" :

Comparer le rendement des actions avec le rendement des obligations. C'est fondamental. Comme tous les investisseurs, Buffett et Munger scrutent le marché obligataire. Le rendement des obligations d'État à court terme est considéré comme "sans risque". Si son rendement est supérieur ou égal au rendement des actions, alors le marché des actions est surévalué. À rendement égal, on aura tendance à préférer l'investissement le moins risqué.

Le rendement du marché actions est calculé, sur l'ensemble de l'indice de référence, comme le CAC 40 en France ou le S&P 500 aux États-Unis, par le ratio Bénéfices/Valorisation boursière. Il s'agit du ratio Prix/Bénéfices (P/E ratio en anglais) inversé. Seuls les bénéfices connus sont pris en compte, les bénéfices futurs estimés par les analystes étant peu fiables.

Au 5 décembre 2025, le ratio Prix/Bénéfices du S&P 500 s'établissait à 31,06 (source : multpl.com).

Buffett Indicator. Calculé par : Valorisation totale du marché actions d'un pays / PIB du pays.

> *"Pour moi, le message de ce graphique est le suivant : si le rapport en pourcentage tombe à 70 % ou 80 %, l'achat d'actions devrait vous être très profitable. Si le ratio approche les 200 %, comme ce fut le cas en 1999 et pendant une partie de l'année 2000, vous jouez avec le feu."*
>
> Warren Buffett, Fortune, 10 décembre 2001

Au 31 décembre 2024, ce ratio atteignait 211 % aux États-Unis (source : currentmarketvaluation.com).

Ce n'est pas notre ratio préféré car il peut être artificiellement gonflé lorsque la part des bénéfices réalisés à l'étranger augmente, ou si les entreprises cotées représentent une part plus importante de la valeur totale des entreprises du pays qu'auparavant.

Rendement des dividendes historiques. En comparant le rendement actuel des dividendes (dividendes par action divisés par le prix) à sa moyenne historique, un niveau trop bas peut indiquer que les actions sont surévaluées par rapport à leur valeur intrinsèque. Cependant, pour comparer correctement plusieurs périodes, il faudra vérifier que le ratio Dividende/Bénéfices des entreprises est constant et, s'il ne l'est pas, faire les ajustements nécessaires.

Au 5 décembre 2025, le rendement du dividende du S&P 500 était de 1,14 % (source : multpl.com).

Nous ne vendons pas parce que le marché est surévalué. Nous vendons seulement pour les raisons évoquées au chapitre 9, "Quand vendre". Une fois que nous avons vendu, nous conservons nos liquidités investies en obligations d'État s'il n'y a pas de meilleure opportunité.

11. ADAPTATION SELON LA MONNAIE ET LA FISCALITÉ

Lorsqu'on vit dans la zone euro ou en Suisse et qu'on achète des actions américaines, on s'expose automatiquement au risque de change.

Même si le cours de l'action monte, une baisse du dollar peut réduire, voire annuler, le gain en monnaie locale.

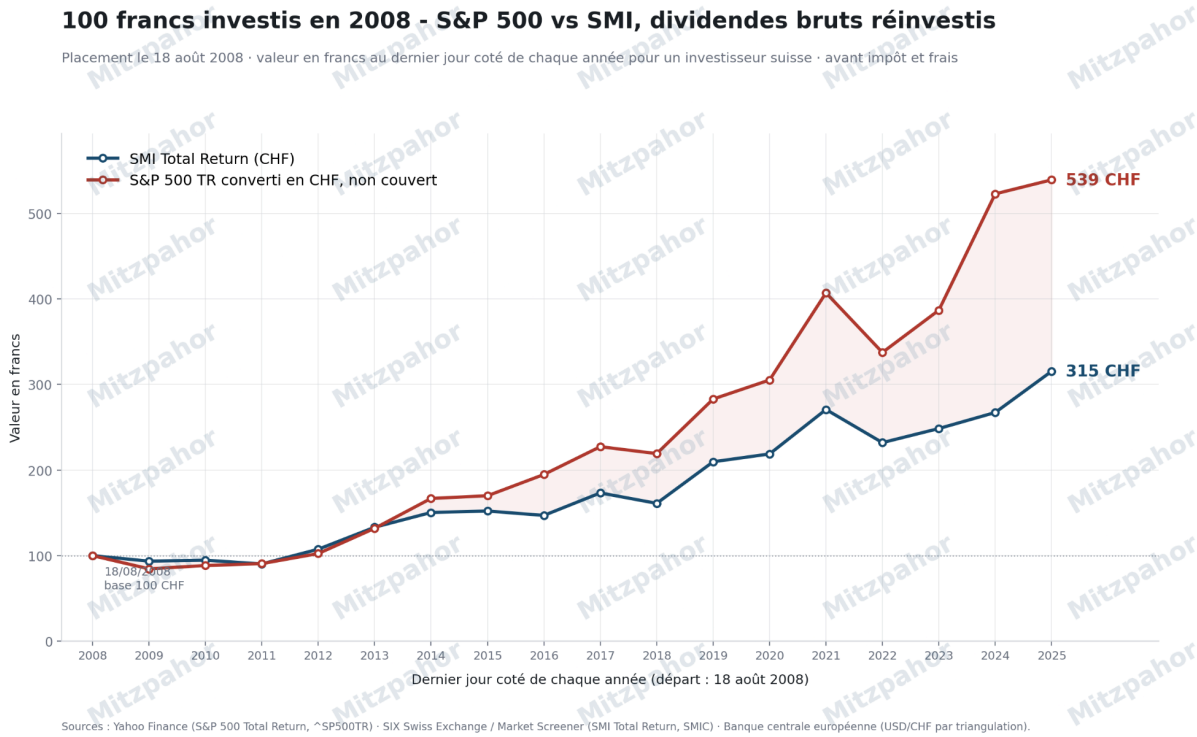
Par exemple : si une action américaine progresse de +10 %, mais que le dollar perd 10 %, la valeur finale en francs ou en euros ressort quasiment inchangée.

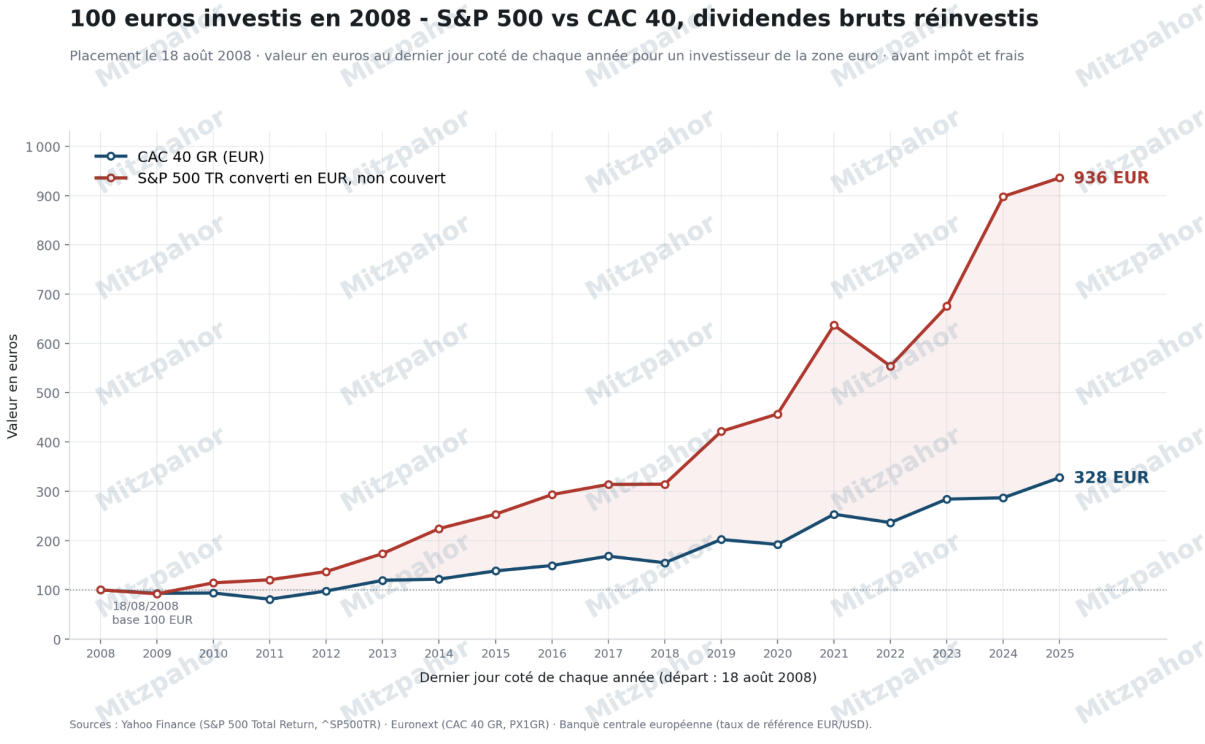
Entreprises locales ou internationales

La majorité des grandes entreprises européennes réalisent une part importante de leur chiffre d'affaires à l'étranger.

Elles utilisent différents mécanismes de couverture, naturels ou financiers, pour limiter l'impact des variations de devises. Même si ces protections restent souvent imparfaites, à qualité d'entreprise équivalente, il est donc plus simple et logique de privilégier les sociétés qui génèrent leurs revenus dans la monnaie locale.

Cependant certaines régions ont montré par le passé de meilleurs résultats sur le long terme. Voici des graphiques comparant les entreprises françaises et suisses avec les entreprises américaines, sur les indices de référence.





Les protections contre le risque de change

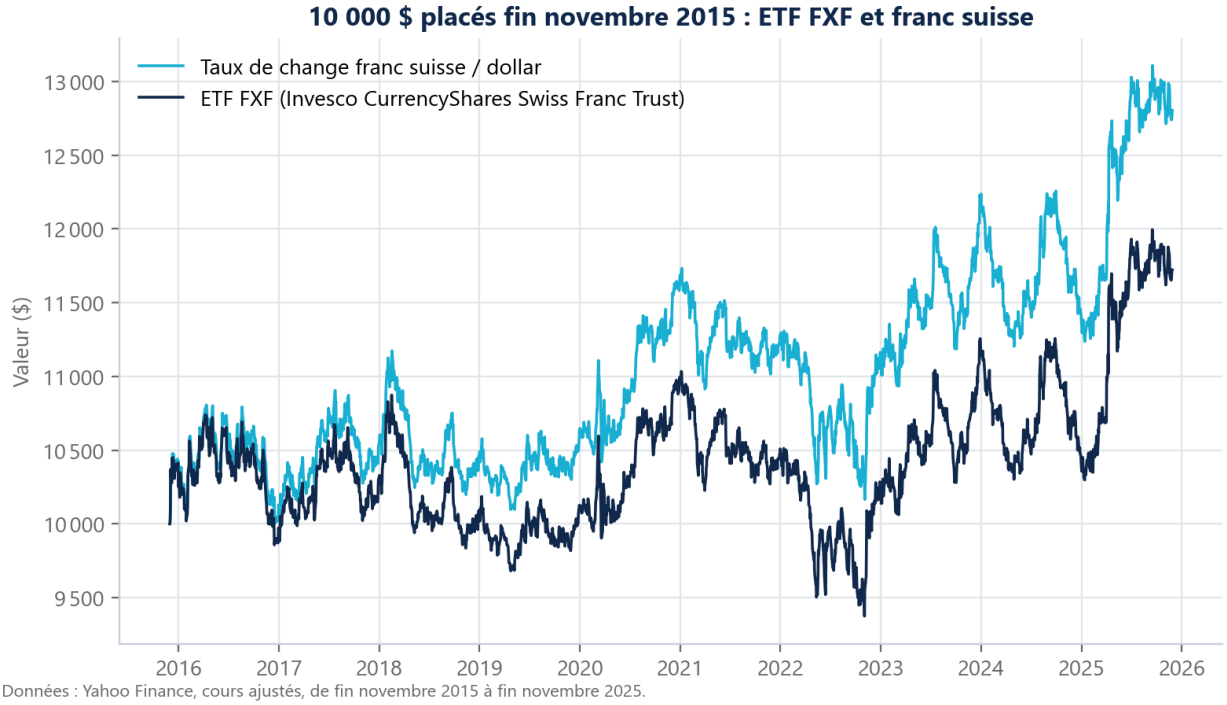
Il existe plusieurs instruments pour couvrir le risque de change. Cependant, sur le long terme, nous les considérons coûteux et peu efficaces.

> *“Nous ne savons pas comment les devises vont évoluer d’une semaine à l’autre, d’un mois à l’autre ou d’une année à l’autre. Nous essayons toujours de nous concentrer sur ce qui est prévisible et important. Les devises peuvent être importantes, mais nous ne pensons pas qu’elles soient prévisibles. Ce serait une grave erreur, à mon avis, de se concentrer sur les fluctuations monétaires plutôt que sur le produit lui-même.”*
>
> Warren Buffett, avril 2000

Le graphique ci-dessous illustre l’évolution de la valeur d’un ETF* de couverture (FXF) conçu pour neutraliser les fluctuations du franc suisse (CHF) face au dollar américain (USD).

* Un ETF (Exchange-Traded Fund) est un fonds coté en bourse qui cherche à répliquer fidèlement la performance d’un actif sous-jacent, ici le taux de change franc suisse/dollar américain.

L’écart entre les deux courbes correspond à l’impact, pour l’investisseur, des frais de gestion annuels de 0,40 % et des taux d’intérêt négatifs longtemps appliqués aux dépôts en francs suisses, qui érodent progressivement la performance par rapport au taux de change réel.



Données : Yahoo Finance, cours ajustés, de fin novembre 2015 à fin novembre 2025.

Buffett a fait une exception à sa prudence habituelle vis-à-vis du hedging lorsqu’il a investi dans plusieurs entreprises japonaises via un endettement en yens. Ce financement par la dette agit comme un “bouclier” naturel contre les fluctuations de la devise : si le yen se déprécie, le remboursement en dollars coûte moins cher, compensant ainsi la baisse, en

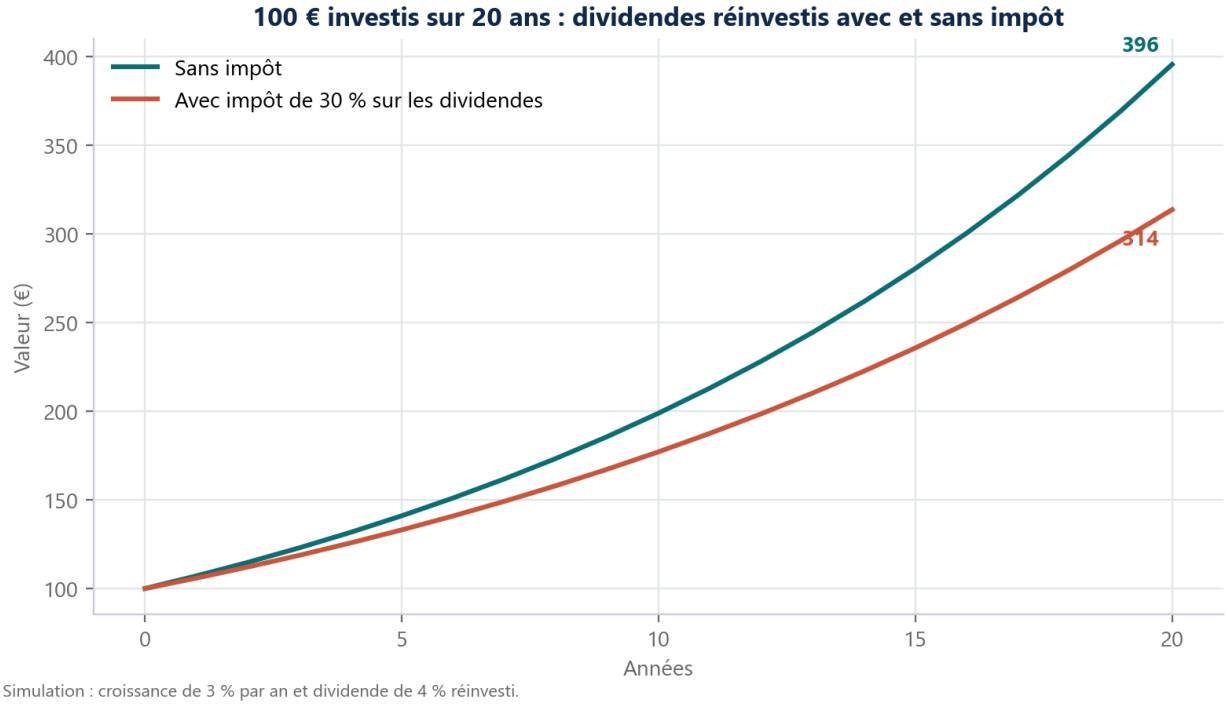
dollars, de la valeur des actions. Cependant, il est important de noter que les conditions étaient particulièrement favorables : l'emprunt ne portait qu'un intérêt de 0,5 %, tandis que le rendement des dividendes dépassait 4 %, créant ce que l'on appelle un "positive carry".

Fiscalité

En Suisse, les plus-values sont libres d'impôts, sauf si vous êtes considéré comme un professionnel du trading. En revanche, les dividendes sont taxés au taux marginal de l'impôt sur le revenu, qui est le pourcentage d'impôt que vous payez sur le dernier franc gagné. À qualité d'entreprise égale, il est donc préférable de privilégier les entreprises qui ne versent pas de dividendes afin de maximiser l'effet de la capitalisation. Nous privilégions les entreprises qui ne versent pas de dividendes lorsqu'elles savent réinvestir leurs marges de manière rentable, maximisant ainsi l'effet multiplicateur sur la création de valeur.

En France, dans le cadre d'un PEA (Plan d'Épargne en Actions, moins taxé que le compte-titres ordinaire), les dividendes peuvent être réinvestis sans être imposés, même lorsque le plafond du plan, fixé à 150 000 euros, est atteint. Il est donc avantageux de privilégier les entreprises éligibles au PEA, afin de profiter au maximum de l'effet capitalisant.

Ce graphique compare l'évolution sur 20 ans d'un investissement de 100 € avec dividendes réinvestis intégralement (sans impôt) et réinvestis après taxation à 30 %, mettant en évidence l'impact fiscal sur la capitalisation :



Simulation : croissance de 3 % par an et dividende de 4 % réinvesti.

Pour les portefeuilles de grande taille, il existe en France des montages permettant de réinvestir les dividendes sans supporter l'impôt sur le revenu. Un fiscaliste est nécessaire pour évaluer la faisabilité.

Investir dans d'excellentes entreprises sur le long terme doit primer sur la simple optimisation fiscale. Il vaut mieux acquérir une entreprise étrangère de grande qualité hors PEA qu'une entreprise européenne médiocre uniquement parce qu'elle y est éligible.

12. ÉVALUER UNE ENTREPRISE

Ce chapitre ne peut pas exister seul. Il ne suffit pas d'acheter une entreprise sous-évaluée. Selon nous, la valorisation est le dernier des critères : il arrive une fois que tout a été validé.

> *"Si vous achetez quelque chose seulement parce qu'il est sous-évalué, vous devez alors surveiller le bon moment pour le vendre, lorsqu'il s'approche de la valeur intrinsèque que vous lui attribuez. C'est difficile. Mais si vous achetez d'excellentes entreprises, vous pouvez alors vous asseoir dessus pour longtemps."*
>
> Charlie Munger

Pour évaluer la valeur intrinsèque d'une entreprise, il est nécessaire de connaître :

- **Les flux de trésorerie**, c'est-à-dire le bénéfice net ou, de préférence, les owner earnings, tels qu'étudiés au chapitre 4, "Performances financières" ;
- **Le taux d'actualisation**, dérivé du taux d'intérêt des obligations d'État à long terme ;
- **Le taux de croissance des flux de trésorerie**, afin d'estimer leur évolution future.

Le taux d'actualisation (discount rate en anglais)

Il existe une abondante littérature financière sur le taux d'actualisation et de nombreuses théories à ce sujet. Restons simples.

Imaginons que vous achetiez un appartement, sans recourir à l'emprunt, dans le but d'en tirer des revenus locatifs. Le prix que vous seriez prêt à payer ne dépendrait-il pas avant tout des revenus que cet appartement peut générer ?

Supposons qu'un appartement soit vendu déjà loué, avec un loyer de 1 000 euros par mois, soit 12 000 euros par an. Imaginons maintenant que le taux d'intérêt d'une obligation d'État (considérée comme sans risque) soit de 5 %. Accepteriez-vous alors un rendement de seulement 3 % sur cet investissement immobilier, ce qui correspondrait à un prix d'achat de 400 000 euros (12 000 / 400 000 = 3 %) ? À 400 000 euros le rendement est trop faible, il vaut mieux acheter l'obligation d'État.

Avec un taux d'intérêt sans risque à 5 %, le bien vaut au maximum 12 000 / 0,05 = 240 000 €.

Le taux d'intérêt des obligations d'État à long terme, généralement de maturité 20 ou 30 ans, sert de référence pour déterminer le taux d'actualisation. Ce taux peut ensuite être ajusté à la hausse afin de tenir compte d'un risque élevé lié à l'entreprise ou d'un niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt d'État.

Si vous estimez que les loyers peuvent baisser ou qu'il existe un risque d'impayés, vous exigerez un rendement plus élevé, ce qui revient à payer le bien moins cher, car l'investissement est plus risqué. Par exemple, si vous appliquez une prime de risque de 1 %, le rendement exigé passe à 6 % et la valeur intrinsèque de l'appartement descend alors à 200 000 € (12 000 / 0,06 = 200 000 €).

Le taux d'actualisation (discount rate) est simplement le rendement minimum exigé par un investisseur, ici 6 %.

Plus le taux d'actualisation est élevé et plus la valeur intrinsèque de l'actif diminue.

En finance classique, le taux d'actualisation retenu est généralement supérieur à celui des obligations d'État, afin d'intégrer différents types de risques. Dans notre approche, nous utilisons toutefois un taux d'actualisation proche du taux souverain, car nous considérons que ces risques sont fortement réduits grâce à une connaissance approfondie des entreprises dans lesquelles nous investissons.

En contrepartie, l'utilisation d'un taux d'actualisation faible impose une hypothèse particulièrement prudente concernant le taux de croissance.

L'importance du taux de croissance

Rappelez-vous la distinction entre les stratégies "Growth" et "Value" à la fin du chapitre 8, "Diversification". Si nous étions uniquement des investisseurs sur actifs sous-évalués, il nous suffirait de sélectionner les entreprises avec un faible ratio prix/valeur comptable, un faible ratio prix/bénéfice ou un rendement de dividende élevé.

> *“Un faible ratio cours/valeur comptable, un faible ratio cours/bénéfice ou un rendement de dividende élevé, même s’ils apparaissent combinés, sont loin d’être déterminants pour savoir si un investisseur achète effectivement quelque chose à sa juste valeur et s’il agit donc véritablement selon le principe de l’obtention de valeur dans ses investissements. De même, les caractéristiques opposées (un ratio cours/valeur comptable élevé, un ratio cours/bénéfice élevé et un faible rendement en dividendes) ne sont en aucun cas incompatibles avec un achat “de valeur”.”*
>
> Warren Buffett, Lettre aux actionnaires, 1992

Reprenons l’exemple de l’achat d’un appartement. Si les loyers ont historiquement augmenté de 2 % par an et que rien ne laisse penser que cette tendance va s’inverser, la valeur intrinsèque de l’appartement sera nécessairement plus élevée que dans un scénario où les loyers sont bloqués par l’État.

Il est donc indispensable de connaître le taux de croissance pour évaluer la valeur intrinsèque d’un actif générant des flux de trésorerie. La formule suivante permet de calculer la valeur intrinsèque de l’appartement en tenant compte de cette croissance :

Valeur intrinsèque = Cash-flow annuel / (taux d’actualisation − taux de croissance)

Plus le taux de croissance est élevé et plus la valeur intrinsèque augmente.

Exemple :

12 000 / (0,06 − 0,02) = 300 000 euros

Le taux de croissance représente le rythme auquel les flux de trésorerie passés ont évolué et permet d’estimer les flux de trésorerie futurs. Il peut être calculé à partir des cash-flows, du bénéfice net ou des owner earnings, ces derniers constituant notre indicateur de référence.

Le taux de croissance doit être soutenable à long terme

Si le taux de croissance que vous avez calculé est supérieur à votre taux d’actualisation, il est probable qu’il s’agisse d’un taux de croissance intermédiaire et qu’il ne puisse pas être soutenu sur le long terme.

> *"Si vous utilisez une formule d'actualisation de la valeur présente et que vous intégrez un taux de croissance supérieur au taux d'actualisation que vous avez postulé, la réponse sera bien sûr l'infini. L'idée de projeter des taux de croissance extrêmement élevés sur de très longues périodes a fait perdre aux investisseurs, vous savez, de très très grosses sommes d'argent. Vous pourriez manquer une opportunité de temps en temps, mais je n'ai jamais vu des gens réussir constamment en faisant cela."*
>
> Warren Buffett, Meeting annuel de Berkshire Hathaway, 2004

Nous choisissons un taux de croissance conservateur des cash-flows, c'est-à-dire inférieur à celui observé en moyenne dans le passé, pour limiter les risques et garantir que l'hypothèse reste fiable. Comme nous l'avons vu, le taux d'actualisation doit refléter le niveau de risque. Avec une hypothèse de croissance prudente, il devient possible d'utiliser un taux d'actualisation proche de celui des obligations d'État à long terme.

Pour déterminer le taux de croissance il faut qu'il soit stable

Sans cohérence dans le passé, il est impossible de faire des prévisions fiables : lorsque les cash-flows historiques sont trop aléatoires, toute estimation devient incertaine.

Si les cash-flows historiques ne sont pas stables, il est tout simplement impossible d'estimer correctement les cash-flows futurs.

> *"Il existe toutes sortes d'entreprises pour lesquelles Charlie et moi pensons ne pas avoir la moindre idée de ce que sera leur flux futur. Et si nous n'avons pas la moindre idée de ce que sera ce flux futur, nous n'avons pas la moindre idée de ce que cela vaut. Maintenant, si vous pensez savoir quel devrait être le prix d'une action aujourd'hui, mais que vous n'avez pas la moindre idée du flux de trésorerie sur les 20 prochaines années, vous êtes en dissonance cognitive. Nous recherchons des entreprises pour lesquelles nous estimons, avec un degré de probabilité assez élevé, pouvoir estimer ces chiffres dans une certaine fourchette sur une longue période, puis les actualiser. Nous attachons plus d'importance à la certitude de ces chiffres qu'au fait de trouver ce qui semble être le moins cher."*
>
> Warren Buffett, Meeting annuel, 1998

Taux de croissance : les prévisions des analystes sur les cash-flows futurs

Il existe une importante industrie composée de milliers d'analystes financiers professionnels (dans les banques d'investissement, fonds et cabinets de recherche) qui passent leur temps à étudier les grandes entreprises, à construire des modèles complexes pour prévoir leurs

bénéfices et flux de trésorerie futurs, afin d'estimer combien elles vaudront demain et d'aider les investisseurs à décider s'il faut acheter ou vendre leurs actions.

Nous ne tenons pas compte des prévisions des analystes, car leur fiabilité est limitée, comme le confirment plusieurs études, dont celle d'Andrew Stotz en 2016.

> *Warren Buffett : "Nous faisons tout le temps des projections approximatives dans notre tête. Mais nous ne voulons certainement pas écouter les projections des autres."*

> *Charlie Munger : "Les écoles de commerce enseignent à leurs étudiants à faire des projections lointaines dans l'avenir à l'aide de leurs ordinateurs. Ces projections sont ensuite utilisées dans leurs décisions commerciales. Mais ces projections font plus de mal que de bien. Nous faisons des projections approximatives dans notre tête."*

Vérifier la stabilité de la marge bénéficiaire

Bénéfices / Chiffre d'affaires, ou Owner earnings / Chiffre d'affaires.

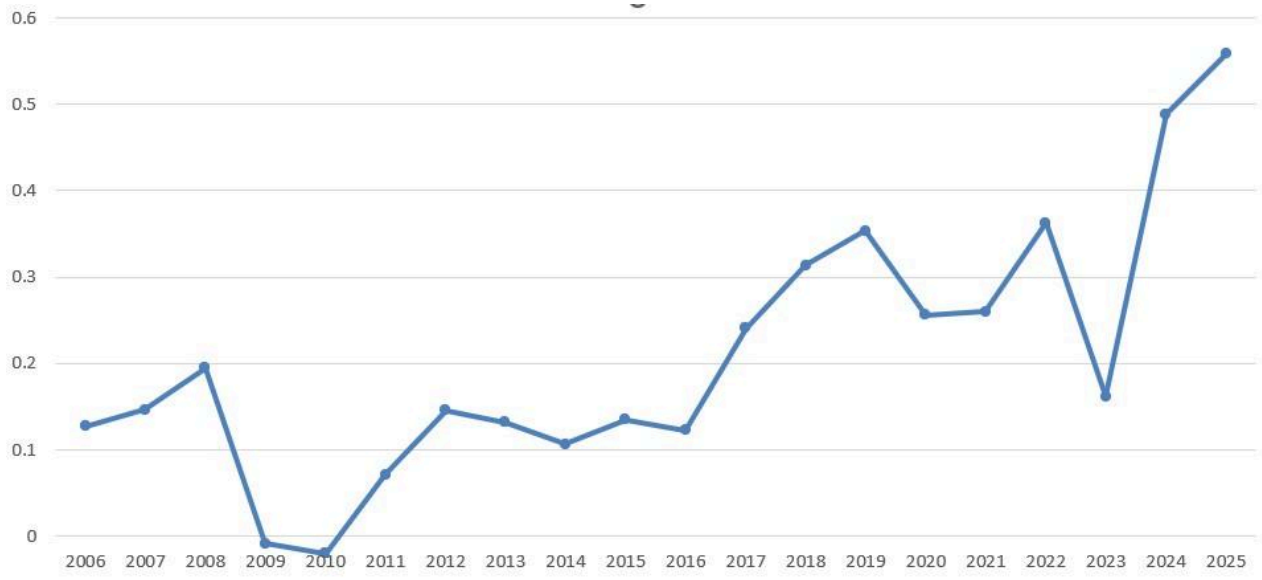
Rappelez-vous que le moat est la douve qui protège l'entreprise des attaques de la concurrence.

Une hausse des bénéfices et des flux de trésorerie peut s'expliquer par une augmentation du capital ou par un recours accru à l'endettement. En revanche, une hausse soudaine des marges est plus délicate à interpréter. Nous restons donc prudents face aux prévisions qui supposent que ces marges élevées se maintiendront durablement. Lorsqu'une entreprise affiche des marges importantes, elle attire rapidement des concurrents cherchant à reproduire son modèle. L'arrivée d'un seul nouvel acteur peut alors suffire à faire baisser sensiblement ces marges.

Nous privilégions les entreprises dont les marges sont élevées et stables, car cela traduit généralement l'existence d'un moat solide et durable.

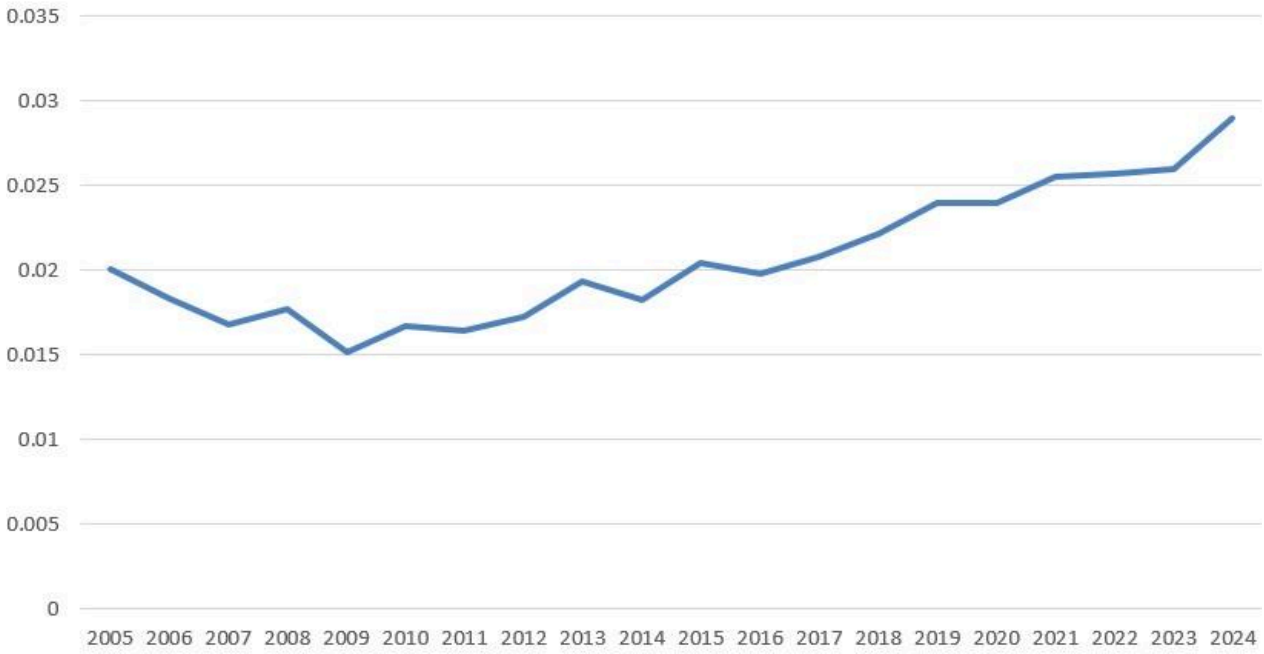
Prenons l'exemple de l'évolution de la marge de l'entreprise technologique Nvidia, qui a fluctué entre -2 % et 55,8 % sur les 20 dernières années. Deux éléments ressortent clairement du graphique ci-dessous. D'une part, la marge a fortement augmenté pour atteindre près de 60 %, ce qui est exceptionnel et suggère l'existence d'un moat potentiellement solide. Toutefois, cette observation ne permet pas encore de conclure à sa durabilité : si une marge de 60 % avait été maintenue sur une période de vingt ans, elle constituerait un véritable signal de moat durable.

D’autre part, on observe une forte variabilité du niveau de marge, la courbe n’étant pas régulière. Cette instabilité rend l’estimation des flux de trésorerie futurs difficile et, par conséquent, complique l’évaluation globale de l’entreprise.



Marge bénéficiaire de l’entreprise Nvidia, de 2006 à 2025. Source : EODHD

La marge de l’entreprise Costco se situe dans une fourchette comprise entre 1,5 % et 3 %. Sa variance est nettement plus faible que celle de Nvidia, ce qui rend Costco plus prévisible. Il est donc plus facile d’anticiper les bénéfices futurs de Costco que ceux de Nvidia.



Marge bénéficiaire de l’entreprise Costco, de 2005 à 2024. Source : EODHD

> *“Une entreprise vraiment performante doit disposer d’un moat durable qui protège l’excellent rendement du capital investi. La dynamique du capitalisme garantit que les concurrents attaqueront sans relâche toute entreprise qui génère des rendements élevés. Par conséquent, une barrière redoutable, telle que le statut de producteur à bas coût (GEICO, Costco) ou la possession d’une marque mondiale puissante (Coca-Cola, Gillette, American Express), est essentielle pour assurer un succès durable. L’histoire des affaires regorge d’exemples d’“étoiles filantes”, des entreprises dont les moats se sont avérés illusoires et ont été rapidement franchis. Notre critère de pérennité nous amène à exclure les entreprises des secteurs sujets à des changements rapides et continus. Bien que la “destruction créatrice” du capitalisme soit très bénéfique pour la société, elle empêche toute certitude en matière d’investissement. Une douve qui doit être continuellement reconstruite finira par ne plus être une douve du tout.”*
>
> Warren Buffett, Lettre aux actionnaires, 2007

L’importance de lire une grande quantité de rapports annuels

Contrairement aux approches académiques et institutionnelles souvent lourdes, Buffett et Munger utilisent ces mêmes fondamentaux de manière intuitive, sans s’encombrer de calculs complexes.

Leur objectif est d’éviter l’erreur d’acheter une entreprise beaucoup trop chère, et de repérer celles qui sont manifestement sous-évaluées.

> *“Si ce n’est pas d’une évidence criante, nous n’achetons pas.”*
>
> Charlie Munger

> *“Warren parle souvent de ces flux de trésorerie actualisés, mais je ne l’ai jamais vu en faire un. Si le résultat du calcul n’est pas parfaitement évident, il a tendance à passer à l’idée suivante.”*
>
> Charlie Munger

Lorsqu’on analyse un grand nombre d’entreprises, en particulier les éléments clés que nous avons évoqués (bénéfice net, endettement, owner earnings, etc.), de manière régulière et approfondie, les situations de sous-évaluation ou de surévaluation finissent par devenir évidentes. Warren Buffett et Charlie Munger étaient réputés pour accumuler une connaissance considérable des entreprises qu’ils étudiaient, notamment à travers la lecture

intensive des rapports annuels (10-K et autres documents financiers). Cette habitude de lecture leur permettait de comparer les entreprises au fil du temps et entre elles avec une grande acuité.

> *"De toute ma vie, je n'ai jamais rencontré de personnes sages (dans un large éventail de domaines) qui ne lisaient pas tout le temps, aucune, zéro. Vous seriez étonné de voir tout ce que Warren lit, et tout ce que je lis."*
>
> Charlie Munger, L'almanach de ce bon vieux Charlie