

Placements concentrés axés sur les entreprises

Pour ceux d'entre vous qui avez déjà assisté à l'une de mes présentations, vous savez que je suis un disciple de Warren Buffett et de sa méthode de placement. Au cours des quinze dernières années, j'ai pris connaissance des enseignements d'autres spécialistes des placements et j'ai géré des actifs au cours de cycles et d'événements très difficiles. Ces expériences ont renforcé mes connaissances en matière de placement et, bien que mon processus ait évolué pendant les années, il est encore largement basé sur la méthode de M. Buffett.



Dennis Mitchell
MBA, CFA, CBV

Directeur général et chef des placements

L'effet boule de neige (The Snowball en anglais) d'Alice Schroeder constitue l'un des nombreux ouvrages que j'ai lus au sujet de M. Buffett. Dans ce livre, Alice raconte la première interaction entre Warren Buffett et Bill Gates :

*Lorsque Warren Buffett et Bill Gates se sont rencontrés pour la première fois, leur hôtesse, la mère de M. Gates, a demandé à toutes les personnes assises autour de la table de révéler ce qui est, selon eux, le facteur le plus important pour connaître du succès. M. Buffet et M. Gates ont donné la même réponse d'une même voix : **Concentration.***

Ce passage m'a tout de suite touché. Cette réponse simple d'un mot m'a fait comprendre le secret pour obtenir du succès dans la plupart des activités, y compris les placements. Il s'agit de la capacité à concentrer notre énergie et notre attention sur les moteurs de valeur et les éléments du succès clés afin de générer les résultats recherchés de la façon la plus efficace possible.

Concentration.

J'ai géré des portefeuilles composés de titres immobiliers, d'actifs liés à l'infrastructure et d'actions mondiales en utilisant la même philosophie de placement et le même processus de placement. Le présent document tentera d'expliquer ma méthode de placement appelée **placements concentrés axés sur les entreprises.**

En termes simples, il s'agit de placements concentrés dans des entreprises de grande qualité. Je pèse chaque mot afin de m'assurer que ces termes reflètent tout ce que j'ai appris au cours des années pendant lesquelles j'ai géré un bon nombre de portefeuilles de placement.

Concentration

Pour moi, la concentration fait référence à deux éléments : les sociétés de grande qualité et les portefeuilles concentrés.

Sociétés de grande qualité. L'indice MSCI mondial est composé de 1 600 sociétés de pays développés. Heureusement pour moi, je ne dois pas former une opinion au sujet de toutes ces 1 600 sociétés puisque la plupart d'entre elles ne répondent PAS à mes critères de qualité. En effet, bon nombre d'entre elles constituent des sociétés offrant des biens et services banaux, ce qui veut dire que les biens et/ou les produits qu'elles offrent sont les mêmes que ceux offerts par leurs concurrents. De ce fait, elles se distinguent simplement en termes de prix et sont incapables de générer constamment un solide rendement du capital.

L'une des façons les plus simples de repérer une société offrant des biens et services banaux est d'examiner la façon dont ses clients consomment ses biens et services. « Je dois remplir mon réservoir d'essence », « je vais être en retard pour mon vol » ou « je vais faire l'épicerie » représentent des phrases que nous entendons fréquemment et que nous avons probablement utilisées nous-mêmes à un certain moment. Cependant, sans les marques de commerce Shell Oil Company, Air Canada ou Loblaws Companies Limited, ces industries et sociétés représentent des biens et services banaux qui se différencient peu de leurs concurrents.

En revanche, les expressions « faire une recherche sur Google », « je viens d'acheter ces nouveaux Jordans » ou « je vais prendre un rhum and Coke » font état de sociétés qui comptent sur des « franchises » leur permettant de se faire concurrence sur d'autres éléments que le prix. Il s'agit d'entreprises de classe mondiale (Alphabet Inc., Nike Inc. et The Coca-Cola Company) qui génèrent de forts rendements sur le capital investi et qui ont récompensé les investisseurs en générant des rendements supérieurs depuis des décennies. Pendant ce processus, elles sont devenues très connues et les biens et services qu'elles offrent font maintenant partie de notre quotidien.

Je mets l'accent sur ces entreprises comptant sur une valeur de franchise, comme en témoigne leur pouvoir d'établissement des prix, leurs services et produits distinctifs et leurs rendements sur le capital investi supérieurs à long terme.

Portefeuilles concentrés. J'ai également tendance à concentrer mes portefeuilles dans environ 25 à 35 sociétés à tout moment étant donné qu'il existe seulement un certain nombre de sociétés de grande qualité. En outre, la plupart d'entre elles sont déjà très bien connues et sont donc coûteuses. Je reviendrai sur ce point plus tard. Je ne crois pas qu'il soit intelligent d'investir des fonds dans ma 80^e meilleure idée étant donné que je peux investir davantage dans les 10 ou 20 sociétés que je trouve les plus attrayantes. De plus, à quel point puis-je suivre le progrès de la 80^e position, surtout compte tenu de sa pondération minimale? J'estime donc qu'il est plus sensé de mettre l'accent sur un certain groupe de sociétés de grande qualité et de concentrer le portefeuille dans ces titres.

Certains observateurs peuvent estimer qu'un portefeuille concentré constitue une stratégie risquée. Pour ma part, j'estime qu'il est moins risqué d'élaborer un portefeuille composé de 30 sociétés de grande qualité sur lesquelles j'ai effectué des recherches et que je comprends bien qu'un portefeuille constitué de 100 sociétés médiocres ayant des perspectives sombres et sur lesquelles j'ai effectué peu de recherches. Je n'ai jamais compris pourquoi les gestionnaires indiciels accordent une pondération aux mauvaises entreprises ou aux entreprises ayant des perspectives sombres. Tous les investisseurs sont limités en matière de temps et d'énergie, et je crois que les bons investisseurs maximisent leur ratio rendement/effort en mettant l'accent sur les activités ayant de grandes chances de succès. Voilà ce que j'essaie d'accomplir en mettant l'accent sur les sociétés de grande qualité et en élaborant un portefeuille concentré.

Entreprises

Étant donné que nous investissons directement dans les entreprises, je consacrerai plus de temps à discuter des éléments qui distinguent les sociétés de grande qualité et des raisons pour lesquelles ce processus est important dans le cadre de mon processus de placement. Selon

moi, une société de grande qualité 1) génère des flux de trésorerie disponibles solides et récurrents, 2) possède un ensemble d'actifs irremplaçables, 3) est peu endettée et 4) est gérée par une équipe de direction qui se comportent comme des propriétaires et qui traitent les investisseurs comme des partenaires.

Flux de trésorerie disponibles récurrents. Un vieux dicton dit que « l'argent est roi ». Si c'est le cas, les flux de trésorerie sont divins puisqu'ils donnent la vie à une entreprise. J'investis seulement dans des sociétés ayant des flux de trésorerie disponibles POSITIFS et récurrents. Une société qui ne génère pas de flux de trésorerie disponibles positifs à long terme représente seulement une combinaison d'actifs en liquidation qui finiront par fléchir. On peut négocier ces sociétés, mais il est impossible d'y investir. Pour ma part, j'essaie d'éviter ce genre de situations.

Charlie Munger est le partenaire de placement de Warren Buffett depuis des décennies. Il aime dire que les « merveilleuses sociétés » génèrent plus de flux de trésorerie disponibles à l'interne qu'elles en ont besoin pour financer leurs opérations. Cela permet à l'équipe de direction de remettre cet argent à qui il appartient : les actionnaires. En conséquence, bon nombre de sociétés de grande qualité ont prouvé par le passé qu'elles sont en mesure d'augmenter les dividendes et/ou de racheter une partie considérable de leurs actions.

Bien qu'ils soient appréciés, les dividendes ne sont pas essentiels à mon processus de placement. J'ai détenu plusieurs sociétés au fil des années qui ne versent PAS de dividendes ou ne rachètent pas leurs actions. Elles agissent de la sorte puisqu'elles ont souvent l'occasion de mobiliser du capital à des taux de rendement élevés. Dans ces cas, je respecte les équipes de direction rationnelles qui mobilisent du capital de manière rentable. Pour ce qui est des autres sociétés, l'argent est préférable!

Les **actifs irremplaçables** peuvent être tangibles ou intangibles et sont souvent faciles à reconnaître dans bon nombre d'entreprises de concessions. Union Pacific Corporation (UNP) constitue l'une des sept lignes de chemin de fer de classe 1 en Amérique du Nord. Je me risque même à affirmer qu'AUCUNE autre ligne de chemin de fer de classe 1 ne sera construite en Amérique du Nord, ce qui rend les rails et les droits de passage de UNP irremplaçables. À mesure que UNP investit dans son réseau afin de le rendre plus efficace sur des distances plus courtes, elle remplacera de plus en plus de camions et augmentera la valeur de son réseau.

De même, la marque de The Coca-Cola Corporation (Coke) constitue un actif intangible, mais tout de même irremplaçable. J'estime que même avec 200 milliards de dollars et l'accès à la meilleure équipe de direction sur la planète, il serait impossible de prendre la position de

Coke sur le marché des boissons gazeuses. Le modèle de Coke est étonnamment simple : elle ne met même pas le sirop dans le soda puisqu'il s'agit de la responsabilité de l'embouteilleur! L'actif irremplaçable de Coke est sa marque et les milliards de dollars investis au cours des dernières décennies pour bâtir cette marque. Vous rappelez-vous la dernière fois où vous avez demandé un rhum et Pepsi?

J'apprécie quand mes sociétés essaient d'éviter les **dettes**. La raison n'est pas que je crains que ces entreprises déclarent faillite, mais je préfère qu'il y ait un minimum de créanciers entre moi et les flux de trésorerie générés par l'entreprise. Les dettes sont souvent accompagnées de frais de service, souvent sous la forme d'intérêts. Ces frais doivent être payés avant que les flux de trésorerie disponibles ne soient versés aux actionnaires. Au cours d'un repli cyclique caractérisé par une baisse des revenus et des flux de trésorerie, le service de dette demeure généralement fixe et prend une plus grande partie des flux de trésorerie, en laissant ainsi moins aux actionnaires. Mon processus n'impose pas de limites en termes de montant ou d'échéance des dettes puisque cela dépend de la volatilité des flux de trésorerie générés par l'entreprise et de la durée des immobilisations capitalisées, mais je préfère généralement le moins de dettes possible.

Finalement, j'apprécie les entreprises gérées par des **équipes de direction** qui se comportent comme des propriétaires et qui nous traitent comme des partenaires. Tous les investisseurs désirent investir dans des sociétés gérées par des équipes de direction compétentes, mais qu'est-ce que cela signifie vraiment? Selon moi, une équipe de direction compétente génère constamment de forts rendements sur le capital investi. Les directeurs se comportent comme des propriétaires puisque qu'ils possèdent, je l'espère, leurs propres actions achetées avec leurs salaires et bonus. Ils nous traitent comme des partenaires en nous fournissant suffisamment de renseignements pour évaluer de manière précise la valeur et la condition de l'entreprise. L'équipe de direction est essentielle puisque ses membres décident des actifs que la société devrait détenir, les façons de financer ces actifs et que faire avec les flux de trésorerie disponibles générés. Un placement dans une entreprise gérée par une équipe de direction incompétente constitue une invitation à la destruction de capital.

Placements

Tout le monde estime investir, mais la plupart des conseils prodigués par les « experts » se rapportent plutôt à la négociation de titres. Le positionnement par points de données, les placements en vue d'un événement en particulier et le rééquilibrage dans un secteur constituent tous des exemples fréquents de négociation de titres à court terme – pas de véritables placements. Selon moi, les placements constituent une opération à plus long terme mettant l'accent sur la qualité et les rendements d'une entreprise au cours d'un cycle économique complet.

De ce fait, j'ai tendance à élaborer des portefeuilles qui comportent un taux de rotation moindre ainsi qu'à détenir moins de titres afin d'accorder une pondération plus grande à chacun d'entre eux.

J'ai souvent entendu des investisseurs affirmer que la stratégie d'achat et de conservation des actions à long terme ne fonctionne plus. Je les corrige habituellement en leur expliquant que cette méthode n'a JAMAIS fonctionné. L'achat de bonnes sociétés en espérant des résultats extraordinaires est destiné à décevoir. En effet, les investisseurs doivent toujours s'assurer qu'ils obtiennent des rendements potentiels suffisants pour les risques encourus. Surpayer pour obtenir d'excellentes sociétés est presque aussi néfaste que de surpayer pour obtenir des sociétés médiocres. Je dis bien presque. Toutes les entreprises comportent des risques opérationnels et financiers et ignorer ceux-ci pour investir dans une entreprise lorsqu'elle offre de faibles rendements potentiels peut donner lieu à une volatilité excessive et à des résultats sous-optimaux.

Si vous lisez une ancienne édition de l'ouvrage *Buffetology*, vous apprendrez que The Bear Stearns Companies Inc., Circuit City Stores Inc., Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), MBIA, Inc. et Merrill Lynch & Co. font partie des sociétés préférées de Warren Buffett. Dans ces cas, l'utilisation de la méthode d'achat et de conservation des titres à long terme aurait donné lieu à une très mauvaise expérience au cours des 10 dernières années. Même les meilleures entreprises peuvent éprouver des difficultés dans un environnement véritablement hostile. Un sage investisseur comprend les risques encourus par une excellente entreprise en cas de difficultés imprévisibles comme la récession mondiale – la récession la plus importante après la Crise de 1929 – causée par l'éclatement de la bulle financière mondiale.

Le fait qu'il existe seulement trois sources de rendement pour une action – le taux de rendement, la croissance et les multiples boursiers – constitue une autre raison justifiant que la méthode d'achat et de conservation des titres à long terme est risquée. Les investisseurs connaissent souvent le taux de rendement d'un titre, mais ignorent sa viabilité. Ils peuvent également être si séduits par la promesse de croissance qu'ils ignorent la probabilité et/ou le risque de cette croissance. Finalement, ils peuvent ne pas se rendre compte que le marché tient déjà compte de cette croissance. Peu importe l'omission, les investisseurs qui ne tiennent pas compte des trois sources de rendement seront déçus de leur performance.

Benjamin Graham, le père de l'analyse moderne des titres et le mentor de Warren Buffett, a souvent affirmé qu'« à court terme, le marché boursier est un concours de popularité, mais à long terme, il s'agit d'un mécanisme de pesée ». En effet, le marché boursier pèse la valeur créée par l'entreprise en fonction des risques encourus pour la créer. Si l'objectif de votre portefeuille est de générer de

l'alpha, pourquoi ne pas le remplir de sociétés qui ont, par le passé, créé davantage de valeur pour le compte des actionnaires? Je crois qu'il vaut mieux faire l'acquisition de sociétés de qualité.

En résumé...

La méthode des **placements concentrés axés sur les entreprises** tente de bâtir un portefeuille composé de sociétés de grande qualité qui généreront des rendements ajustés au risque supérieurs à long terme. Elle met l'accent sur les sociétés affichant des rendements élevés sur le capital investi gérées par des équipes de direction qui agissent comme les responsables du capital des investisseurs, et achète seulement celles-ci lorsque leur évaluation leur permettra de générer des rendements suffisants en fonction des risques encourus.

Exercée de manière rigoureuse, cette stratégie m'a avantage, moi et nos porteurs de parts, depuis les dix dernières années et je crois qu'elle continuera de le faire au cours des prochaines décennies. Nous sommes passionnés par les placements et nous avons hâte de respecter la promesse qu'est Starlight Capital. Nous vous invitons à vous associer à nous à long terme pour bâtir un partenariat solide.

Des placements dans des fonds communs de placement peuvent comporter des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres dépenses. Veuillez lire le prospectus avant d'investir.

Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur peut changer fréquemment et leur passé pourrait ne pas se reproduire.

Certains énoncés dans le présent document sont de nature prospective. Les énoncés prospectifs sont des énoncés de nature prévisionnelle, dépendent de conditions ou d'événements futurs ou s'y rapportent, comprennent des termes tels que « peut », « pourra », « pourrait », « devrait », « s'attend », « planifie », « anticipe », « croit », « estime », « projette », « prévoit », « a l'intention », « continue » et les termes comme « potentiel » et d'autres expressions similaires. Les résultats, les décisions et les événements réels pourraient donc être sensiblement différents de ceux qui sont indiqués dans les énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs ne comportent aucune garantie de rendement futur. Bien que les énoncés prospectifs contenus dans ce document sont basées sur des hypothèses que Starlight Capital et le gestionnaire de portefeuille considèrent comme raisonnables, ni Starlight Capital ni le gestionnaire de portefeuille ne peut assurer que les résultats véritables seront conformes aux énoncés prospectifs. Il est recommandé au lecteur de considérer ces énoncés ainsi que d'autres facteurs avec précaution et de ne pas leur accorder une confiance excessive. La société ne s'engage aucunement à mettre à jour ou à réviser de tels énoncés prospectifs à la lumière de nouvelles données, d'événements futurs ou de tout autre facteur qui pourrait affecter ces renseignements, sauf si la loi l'exige.

Starlight, Starlight Investments, Starlight Capital et tous les autres logos associés de Starlight sont des marques de commerce de Starlight Group Property Holdings Inc.