

**Jeremy Miller**

# **LES LOIS DE L'INVESTISSEMENT**

## **DE WARREN BUFFETT**

**Les enseignements du  
plus grand homme d'affaires**

A L I S I O

Vous souhaitez apprendre à investir et devenir riche ? Découvrez les secrets du maître incontesté de la finance.

À 26 ans, Warren Buffett lance sa première entreprise, Buffett Partnership Limited, avec tout juste 100 dollars. C'est le début d'une période au succès inégalé. Il multiplie les placements fructueux sans une seule année de perte pour devenir, 14 ans plus tard, l'investisseur le plus prospère de tous les temps.

Quelles sont ses tactiques ? Sur quoi se fonde sa stratégie à long terme axée sur la valeur ? Comment s'est forgé l'état d'esprit de ce jeune homme d'affaires visionnaire à la discipline de fer ?

Ce livre présente et commente les écrits inédits de Warren Buffett datant de ces années d'or où il a posé les bases de son empire financier. Des leçons intemporelles et puissantes dont tout investisseur a besoin aujourd'hui pour atteindre le succès.

« **Si vous êtes fasciné par la théorie et la pratique de l'investissement, ce livre est fait pour vous.** »

**Warren Buffett**

Proche collaborateur de Warren Buffett, **JEREMY MILLER** est analyste d'investissement pour une importante société de fonds communs de placement basée à New York. Il a plus de quinze ans d'expérience dans le secteur financier et a travaillé dans les plus grandes banques d'investissement au monde. Cet ouvrage a déjà été traduit dans 13 pays.

ISBN : 978-2-37935-325-3



9 782379 353253

**23 €**  
PRIX TTC  
FRANCE

ALISIO  
REGARDS



Rayon : Finances

**LES LOIS DE  
L'INVESTISSEMENT  
DE WARREN  
BUFFETT**

**ALISIO**

*L'éditeur des voix qui inspirent*

Suivez notre actualité sur **www.alisio.fr**  
et sur les réseaux sociaux LinkedIn, Instagram,  
Facebook et Twitter !

**Alisio s'engage pour une fabrication écoresponsable !**

« Des livres pour mieux vivre », c'est la devise de notre maison.  
Et vivre mieux, c'est vivre en impactant positivement le monde qui nous  
entoure ! C'est pourquoi nous avons fait le choix de l'écoresponsabilité.  
Pour en savoir plus, rendez-vous sur notre site.

Titre original :

*Warren Buffett's Ground Rules*

Copyright © 2016 by Jeremy C. Miller.

Published by agreement with Folio Literary Management, LLC.

Traduit de l'anglais par Michel Le Séac'h

Suivi éditorial : Emma Pavan

Relecture-correction : Gaëlle Fontaine

Maquette : Patrick Leleux PAO

Maquette de couverture : Caroline Gioux

© 2023 Alisio,

une marque des éditions Leduc

10 place des Cinq-Martyrs-du-Lycée- Buffon

75015 Paris – France

ISBN : 978-2-37935-325-3

**Jeremy Miller**

**LES LOIS DE  
L'INVESTISSEMENT  
DE WARREN  
BUFFETT**

A L I S I O



*À la mémoire de mon cher ami et collègue Peter Sauer (1976-2012). Peter, tu nous as quittés trop tôt. Tant que tu as été parmi nous, tes nombreuses prouesses n'ont eu d'égal que ton humilité.*

Les extraits des « Lettres du Partnership » sont reproduits ici avec l'autorisation de Warren Buffett.

*C'est là l'unique rapport de M. Buffett avec ce livre. Autrement dit, si toute sagesse vient de lui, toute erreur est de moi.*

Pour préserver le flux narratif des citations, les coupes ne sont pas toujours indiquées<sup>1</sup>.

# SOMMAIRE

<b>INTRODUCTION</b>	9
---------------------	---

## PREMIÈRE PARTIE

<b>CHAPITRE 1</b> ORIENTATION	19
<b>CHAPITRE 2</b> CAPITALISATION	35
<b>CHAPITRE 3</b> INDEXATION SUR LE MARCHÉ : LA LOGIQUE DE L'INACTION	51
<b>CHAPITRE 4</b> QUE MESURER : CEUX QUI NE FONT RIEN FACE À CEUX QUI FONT QUELQUE CHOSE	65
<b>CHAPITRE 5</b> LE PARTNERSHIP : UNE STRUCTURE ÉLÉGANTE	81

## DEUXIÈME PARTIE

<b>CHAPITRE 6</b> LES <i>GENERALS</i>	99
<b>CHAPITRE 7</b> LES <i>WORKOUTS</i>	141
<b>CHAPITRE 8</b> LES <i>CONTROLS</i>	157
<b>CHAPITRE 9</b> DEMPSTER MILL : LE JEU DES CONVERSIONS D'ACTIFS	187

## TROISIÈME PARTIE

<b>CHAPITRE 10</b> PRUDENCE CONTRE CONFORMISME	217
<b>CHAPITRE 11</b> IMPÔTS	239
<b>CHAPITRE 12</b> TAILLE CONTRE PERFORMANCES	253

<b>CHAPITRE 13</b>	Y ALLER OU PAS	265
<b>CHAPITRE 14</b>	SAGE RUPTURE	311
<b>ÉPILOGUE</b>	VERS UNE FORME PLUS ÉLEVÉE	343
<b>REMERCIEMENTS</b>		349

## **ANNEXES**

<b>ANNEXE A</b>	RÉSULTATS DES SOCIÉTÉS EN COMMANDITE DE BUFFETT	351
<b>ANNEXE B</b>	RÉSULTATS DES SOCIÉTÉS EN COMMANDITE DE BUFFETT COMPARÉS À CEUX DES PRINCIPAUX FONDS COMMUNS DE PLACEMENT ET FIDUCIES	353
<b>ANNEXE C</b>	PERFORMANCES DES SEQUOIA FUNDS	355
<b>ANNEXE D</b>	DEMPSTER MILL (MONTANTS EN MILLIERS DE DOLLARS, SAUF VALEUR PAR ACTION)	357
<b>L'AUTEUR</b>		359
<b>NOTES</b>		361

# INTRODUCTION

**« Si je gérais 1 million de dollars, ou même 10 millions, je serais investi en totalité. Mes rendements les plus élevés datent des années 1950. J'écrasais le Dow. Il fallait voir les chiffres. Mais j'investissais trois fois rien à l'époque. C'est un énorme avantage structurel que de ne pas avoir beaucoup d'argent. Je pense que j'aurais pu vous faire gagner 50 % par an sur 1 million de dollars. Non, je sais que j'aurais pu. Je le garantis<sup>2</sup>. »**

Warren Buffett, *BusinessWeek*, 1999.

En 1956, Warren Buffett travaillait à New York avec son mentor, le père de l'investissement axé sur la valeur, Benjamin Graham. Quand Graham décida de prendre sa retraite, il proposa à son meilleur étudiant une part dans sa société, Graham-Newman, mais Buffett, à 25 ans, préféra rentrer chez lui. Peu de temps après, à la demande de quatre membres de sa famille et de trois amis, il créa une nouvelle société de placement, Buffett Associates, Ltd. Cependant, avant de recevoir leurs versements, il les pria de dîner avec lui à l'Omaha Club. Chacun paya sa note<sup>3</sup>.

Ce soir-là, Buffett remit à chacun d'eux quelques feuillets de documents juridiques, en particulier le contrat de société officiel. Il les invita à ne pas trop se tracasser au sujet de son contenu : il n'y aurait pas de surprise, assura-t-il. La réunion avait pour but de débattre d'un sujet bien plus important à ses yeux : les « Règles de base » (*Ground Rules*). Elles formaient une courte liste reproduite en plusieurs exemplaires avec du papier carbone. Il passa soigneusement en revue chacun de ses points. Buffett tenait à disposer d'une complète autonomie. Il ne parlerait pas des actes

accomplis par la société et donna très peu de détails sur ses placements réels. « Les Règles de base, c'est la philosophie, dit-il. Si vous êtes en phase avec moi, allons-y. Si vous ne l'êtes pas, je vous comprends<sup>4</sup>. »

## Les Règles de base

**1.** En aucune manière, il n'est garanti aux associés un taux de rendement quelconque. Les associés qui retirent 0,5 % chaque mois réalisent un retrait – et rien d'autre. Si nous gagnons plus de 6 % par an sur un certain nombre d'années, les retraits seront couverts par les gains et le principal augmentera. Si nous ne parvenons pas aux 6 %, les versements mensuels constitueront en tout ou partie une restitution de capital.

**2.** Si au cours d'une année nous ne parvenons pas à réaliser une performance d'au moins 6 %, les versements mensuels aux associés seront réduits pendant l'année suivante.

**3.** Quand nous parlons de gains ou de pertes, il s'agit toujours de cours de Bourse ; c'est-à-dire que nous comparons la valeur boursière de nos actifs en fin d'année à leur valeur boursière en début d'année sur une base identique. Cela peut n'avoir que très peu de rapport avec les résultats comptabilisés à titre fiscal au cours d'une année donnée.

**4.** Bonne ou mauvaise, la qualité de notre travail ne se mesurera pas à la réalisation de plus-values ou de moins-values sur l'année. Elle devra en revanche être mesurée par rapport au comportement général des valeurs mobilières tel qu'indiqué par le Dow Jones Industrial Average, les principales sociétés d'investissement, etc. Qu'il y ait des plus-values ou non, nous considérerons l'année comme bonne si nous faisons mieux que ces points de référence. Si nous faisons moins bien, nous méritons qu'on nous jette des tomates.

**5.** Bien que je préfère de loin être évalué sur cinq ans, je considère que le minimum absolu pour juger une performance est de trois ans. Il y aura certainement des années où les résultats de notre société seront moins bons, beaucoup moins bons peut-être, que ceux du Dow. Si les résultats sont mauvais sur une période quelconque de trois ans ou plus, nous ferions tous mieux de commencer à rechercher un autre endroit où placer notre argent. Sauf dans le cas où cette période aurait vu se produire une explosion spéculative dans un marché haussier.

**6.** Mon métier n'est pas de prédire l'évolution générale de la Bourse ou de l'économie. Si vous m'en croyez capable, ou si cela vous paraît indispensable à un plan d'investissement, vous ne devriez pas faire partie de cette société.

**7.** Je ne peux promettre de résultats aux associés. Ce que je leur promets, car je le peux, est que :

- a.** Nos placements seront choisis en fonction de leur valeur et non de leur notoriété ;
- b.** Nous nous efforcerons de réduire à un minimum absolu le risque de perte en capital définitive (mais non celui de baisse des cours sur courte période) en prévoyant une large marge de sécurité sur chaque engagement et une diversité d'engagements ;
- c.** Ma femme, mes enfants et moi-même investirons la quasi-totalité de notre avoir net dans la société<sup>5</sup>.

Tous les convives présents ce soir-là à l'Omaha Club signèrent et Buffett encaissa leur chèque. Chaque fois que de nouveaux associés se présentèrent, les Règles de base leur furent décrites avec soin. Par la suite, tous les associés reçurent chaque année un exemplaire actualisé.

Au cours des années suivantes, Buffett adressa à ce groupe de fidèles, restreint mais croissant, une série de lettres dans

lesquelles il exposait ses performances et décrivait ses faits et gestes. Il en fit un support pédagogique pour renforcer et élargir les concepts de ses Règles de base, présenter ses espérances de résultats et commenter la situation du marché. Ces mises au point furent d'abord annuelles. Puis, à force d'entendre des associés protester qu'« attendre une année entre deux verres, c'est long », il se mit à les rédiger au moins une fois par semestre.

Ces « Lettres du Partnership<sup>1</sup> » (*Partnership Letters*) relatent ses pensées, ses méthodes et ses observations de la période immédiatement antérieure à celle, mieux connue, de son mandat à la tête de Berkshire Hathaway. Ce fut une période sans précédent de placements réussis, même en comparaison des résultats de Berkshire. Tout en s'attendant à de bonnes et de mauvaises années, il croyait possible de faire 10 % de mieux que le Dow dans la plupart des cas sur des périodes de trois à cinq ans, et c'est ce à quoi il se préparait.

Il fit bien mieux. Il surpassa régulièrement le marché sans connaître une seule année en perte. Pendant toute cette période, il fit progresser le capital de ses associés à un taux composé de près de 24 % par an, frais déduits. Les meilleurs résultats annuels de sa carrière datent pour beaucoup de cette première période.

Les leçons à en tirer ont une valeur intemporelle pour tout type d'investisseur, depuis les amateurs débutants jusqu'aux professionnels les plus exigeants. Elles énoncent une série de principes et de méthodes homogènes et d'une grande efficacité, imperméables aux engouements techniques si fréquents dans le marché d'aujourd'hui (et de toujours). Tout en livrant des analyses élaborées telles que les aiment les professionnels aguerris, ces lettres sont aussi un cours d'initiation aux placements façon

---

1. Le « partnership » américain équivaut à la société en commandite en droit français. Buffett désigne couramment sa société Buffett Partnership Limited (BPL) comme « the Partnership ». On conservera ce nom ci-dessous. (NdT)

Buffett : elles exposent une approche élémentaire, raisonnable, qui devrait parler à tout le monde.

Le présent ouvrage est le premier résumé complet et accessible de ces « Lettres du Partnership » et de leurs leçons ; on y trouve des principes aussi fondamentaux pour Buffett que sa stratégie de diversification contrarienne, sa célébration presque religieuse de la capitalisation des intérêts et son processus décisionnel prudent (par opposition à conformiste). Et aussi sa manière d'aborder ses trois principales « méthodes d'opération » en matière de placements, les *Generals*, les *Workouts* et les *Controls*<sup>1</sup>, qui ont connu au fil du temps, nous le verrons, des évolutions notables et intéressantes.

Ce qui fait l'intérêt considérable de ces lettres est surtout qu'elles décrivent l'état d'esprit d'un jeune investisseur doué travaillant au départ avec des sommes très modestes – un état d'esprit qu'il est possible d'adopter et d'utiliser afin de réussir dans la durée si l'on s'aventure soi-même sur les marchés. Elles plaident puissamment en faveur d'une stratégie axée sur la valeur à long terme, viable en particulier dans les périodes troublées comme celles que nous connaissons, où l'on s'arc-boute souvent sur des priorités à court terme, spéculatives, à très fort effet de levier, qui s'avèrent rarement efficaces sur le temps long. Elles posent des principes intemporels de conservatisme et de discipline qui sont la pierre de touche des succès de Buffett.

Si le jeune Buffett créait son Partnership aujourd'hui, il ne fait guère de doute qu'il obtiendrait les mêmes résultats phénoménaux. En fait, il « garantit » par écrit qu'il parviendrait à obtenir aujourd'hui des rendements de 50 % par an sur quelques petits millions de dollars. Cette rémunération élevée (sur une somme

---

1. Ces catégories pourraient être traduites approximativement par « placements généraux », « opérations boursières » et « sociétés sous contrôle ». Elles resteront désignées ci-dessous par les noms que Warren Buffett leur a donnés. (NdT)

modeste) serait possible aujourd'hui comme il y a des années parce que les inefficiences boursières demeurent, surtout pour les entreprises plus petites, moins suivies, et parce qu'il est un investisseur brillant. Cependant, tant que les actions de sociétés auront la mémoire courte, tant que la peur et la cupidité feront osciller leur cours, il y aura toujours des occasions de rendements phénoménaux pour les investisseurs entreprenants capables d'adopter le bon état d'esprit.

L'investissement axé sur la valeur exige de la discipline, une constance que beaucoup n'ont pas, aujourd'hui comme hier. Lettre après lettre, Buffett réaffirme la nature immuable de ses principes. Dans son approche, l'attitude compte plus que le QI : l'une des choses les plus difficiles, même pour les investisseurs les plus aguerris, est de rester fidèle à sa manière de faire sans se laisser détourner par les modes. La façon dont Buffett maîtrise ses propres émotions d'investisseur peut servir de leçon à tout le monde.

Les chapitres de ce livre sont tous organisés autour d'une idée ou d'un thème unique issu de ces lettres et obéissent à une même trame, en commençant par une présentation résumée destinée à exposer son contexte. Cette mise en perspective historique devrait permettre de mieux apprécier sa validité à notre époque.

Les extraits essentiels des lettres sur ces sujets sont ensuite reproduits *in extenso*. Il ne s'agit pas seulement de s'abreuver à la source des écrits de Buffett lui-même, mais aussi de faire de ce livre une référence utile sur son travail de cette période. Réunir en un seul chapitre tous ses commentaires sur un sujet donné est souvent révélateur. On voit différentes constantes s'établir au fil de lettres multiples où il revisite certaines idées, et l'on suit la progression de ses raisonnements, ce que ne permet pas aussi bien une lecture des lettres par ordre chronologique.

Buffett n'a jamais publié de manuel sur la façon d'investir, du moins au sens traditionnel de ce mot. Ce dont nous disposons, en plus des articles qu'il a écrits et des notes issues de ses conversations et discours, ce sont ses lettres. Elles constituent de fait un fil de correspondance ininterrompu de 1957 à nos jours, tout au long de sa carrière. Les « Lettres du Partnership » en forment la première partie, et je suis heureux de les partager avec vous. J'espère que vous prendrez autant de plaisir à les lire que j'en ai eu à les réunir.

J'exprime ma gratitude envers M. Buffett pour m'avoir autorisé à utiliser ses lettres pour ce livre, dans lequel, je le redis, il n'est aucunement impliqué par ailleurs. J'ai tenté de présenter ces documents d'une manière dont j'espère qu'il l'approuve et qui rende cette lecture accessible aussi bien aux épargnants novices qu'aux professionnels expérimentés.



# **PREMIÈRE PARTIE**



# CHAPITRE 1

## ORIENTATION

**« Disposer d'une cotation de l'entreprise à laquelle vous vous intéressez (de vos actions) devrait toujours être un atout à utiliser à votre gré. Si la cote divague suffisamment dans un sens ou dans l'autre, profitez-en<sup>6</sup>. »**

12 juillet 1966

Imaginez-vous à Omaha, dans le Nebraska, un début de soirée de l'automne 1956. Elvis vient de faire ses débuts dans *The Ed Sullivan Show* et Eisenhower siège à la Maison-Blanche. En compagnie de vingt autres adultes, vous vous installez dans une salle de cours de l'Université de Nebraska Omaha pour la première séance d'un cours intitulé « Principes d'investissement ». Votre professeur, qui n'a pas 30 ans, sera un certain Warren Buffett. Il se trouve que la personne assise à côté de vous est sa tante Alice et fait partie des sept premiers associés de sa première société.

J'aime me représenter ce livre comme une reconstitution, à sa manière, de ce premier cours de « Principes d'investissement » issu des leçons dispensées par Warren Buffett dans ses « Lettres du Partnership » de cette époque. Il vous fera découvrir les bases des placements intelligents, exposées à travers les extraits clés de près de quarante de ces premières lettres. C'était au temps d'avant Berkshire, de 1956 à 1970 ; Buffett disposait alors de capitaux modestes et d'occasions illimitées. En ce temps-là, spécialement au début du Partnership, il était à peu près comme vous et moi,

en ce sens qu'il pouvait investir dans presque n'importe quoi ; aucune entreprise n'était trop petite pour qu'il s'y intéresse.

Investisseur le jour, Buffett dispensa bel et bien, à la fin des années 1950 et au cours des années 1960, des cours du soir auxquels assistait vraiment sa tante Alice, ainsi que quelques autres qui allaient devenir ses associés. Buffett, qui avait suivi le cours de Dale Carnegie pour surmonter ses difficultés à parler en public, voyait dans l'enseignement un moyen de maintenir et enrichir ses capacités. De plus, il suivait ainsi l'exemple de son mentor, Ben Graham qui, non content de rédiger des lettres à ses clients, enseignait aussi un cours d'analyse des valeurs mobilières à la Columbia Business School tout en animant sa société d'investissement, Graham-Newman.

## Les principes fondateurs de Benjamin Graham

On ne pourrait mieux commencer un livre sur les bases de l'investissement intelligent qu'en exposant la conviction fondatrice générale de Buffett, universellement partagée par les disciples de Graham : il peut arriver, et il arrivera parfois, que le marché soit complètement dérangé et irrationnel *à court terme*, mais *à long terme* il valorisera les titres boursiers conformément à leur valeur intrinsèque sous-jacente.

Cette idée un peu paradoxale de son mentor, Buffett l'utilise comme un outil pédagogique tout au long de ses lettres, car elle dégage bien ce que nous, les épargnants, recherchons en réalité : une analyse économique toujours solide, rationnelle, fondée sur la logique et sur un bon raisonnement, qui mène à un choix de valeurs mobilières offrant le meilleur potentiel de rendement assorti du risque le plus faible. Telle est la démarche de l'investisseur

de long terme, très différente de celle qui consiste à rechercher des plus-values en spéculant sur ce que les autres vont faire ou ne pas faire, ou en pariant sur les fluctuations occasionnelles de variables « macro » comme les cours du pétrole ou les taux d'intérêt. Les investisseurs, tels que nous les définirons, achètent des entreprises ; les spéculateurs « jouent » les marchés.

Les investisseurs apprennent à considérer les volte-face éphémères des cours de Bourse comme des sortes de gribouillis aléatoires qu'ils peuvent largement ignorer ; et puisqu'ils sont aléatoires, on ne tentera pas de les prévoir systématiquement. Tout simplement, ce jeu-là n'est pas le nôtre.

Sur le long terme, cependant, la Bourse tend à faire le bon choix et à refléter en fin de compte le vécu économique d'une entreprise dans le cours de ses actions. Les investisseurs s'attachent par conséquent à bien analyser son activité à long terme et à raisonner avec prudence – ce qui, nous le croyons, conduit à la longue à des résultats supérieurs à la moyenne.

Ce grand principe fondateur vient directement de l'homme qui a pratiquement inventé l'analyse boursière, le professeur, ancien employeur et héros de Buffett, Ben Graham. Ben Graham, alias le Doyen de Wall Street, était un révolutionnaire, le premier à transformer en un vrai métier ce qui passait auparavant pour une sorte de « magie noire ». À peine eut-il rencontré les idées de Graham que Buffett se passionna pour elles – au point même de baptiser son fils, qui pourrait devenir le prochain président non exécutif de Berkshire Hathaway, Howard *Graham* Buffett. Pour saisir les principes d'investissement de Buffett, demeurés constants depuis l'époque des « Lettres du Partnership » jusqu'à nos jours, il est nécessaire de bien comprendre plusieurs des idées et influences fondatrices de Graham. Voici comment tout a commencé.

Buffett avait obtenu son diplôme de l'Université de Nebraska-Lincoln en 1950, à 19 ans, avec un an d'avance. Il chercha alors à entrer à la Harvard Business School, où on lui dit qu'il serait plus facilement admis s'il se présentait à nouveau dans quelques années. Être refusé par Harvard fut pour lui une chance. Envisageant d'autres *business schools*, il tomba sur le catalogue de Columbia. Il y découvrit non seulement que l'auteur de son livre favori, *L'Investisseur intelligent*, était encore en vie mais qu'il enseignait dans cet établissement. Il déposa aussitôt sa candidature. Quelques semaines plus tard (il avait présenté sa candidature au mois d'août), il était inscrit à Columbia, où il allait vite devenir le meilleur élève de Graham. On imagine à peine l'intensité de la dynamique intellectuelle entre ces deux hommes. Graham apportait des fondements intellectuels à Buffett, lequel, seul étudiant à obtenir la note maximale (A+), s'emparait de tout ce que disait Graham<sup>7</sup>.

Une fois diplômé, Buffett aurait bien voulu travailler pour la société d'investissement de Graham mais, plaisanterait-il plus tard, il fut refusé car « surévalué », alors même qu'il proposait de travailler gratuitement<sup>8</sup>. La vraie raison de ce refus était probablement ailleurs. Graham-Newman faisait partie des quelques sociétés d'investissement appartenant à des juifs ; Buffett pourrait trouver un bon poste ailleurs alors que des juifs très qualifiés risquaient de rester sur le carreau s'ils n'étaient pas acceptés chez Graham<sup>9</sup>.

Déçu, il rentra à Omaha pour rejoindre l'affaire de courtage en valeurs mobilières de son père, sans abandonner l'idée de travailler avec Graham. Cela ne lui demanda que trois années d'échanges assidus de courriers et d'idées boursières ; son mentor se laissa finalement convaincre et l'invita à revenir à New York en 1954<sup>10</sup>. Buffett ne resta pourtant pas

très longtemps chez Graham-Newman : une année après son arrivée, Graham décida de prendre sa retraite.

À 25 ans, Buffett était encore une fois de retour à Omaha. Mais pas pour s'adonner au courtage de titres avec son père. Cette fois, contre l'avis paternel et celui de Graham, il lança sa propre société d'investissement. Il l'organisa à l'image de ce qu'avait fait Graham et la géra pour l'essentiel selon ses principes. Graham et Buffett restèrent très proches jusqu'au décès de Graham en 1976.

## Mister Market

Graham a livré une explication très intéressante des raisons pour lesquelles le marché boursier est inefficace sur le court terme. Elle est cristallisée dans le concept de « Mr Market ». L'idée est qu'on peut se représenter un marché des valeurs mobilières comme un personnage d'humeur changeante, maniaco-dépressif, toujours prêt à vous acheter ou à vous vendre une demi-part dans son affaire. Son comportement peut être désordonné, irrationnel et difficilement prévisible. Parfois, euphorique, il voit son avenir avec enthousiasme. Il ne vous proposera alors de vous céder une participation qu'à des prix très élevés. D'autres fois, déprimé, il ne croit guère en lui-même ni en son entreprise. Il vous propose alors la même participation dans la même entreprise à un prix cassé, bien inférieur. Souvent, il est neutre. Vous n'êtes jamais sûr de l'humeur dans laquelle vous le trouverez mais, que vous fassiez affaire ou non avec lui aujourd'hui, vous pouvez être certain que Mr Market reviendra demain avec des prix différents.

À voir le marché à travers l'allégorie de Graham, on comprend pourquoi il ne faut pas se représenter la valeur intrinsèque d'une action d'après son cours de Bourse un jour

donné. Il faut déterminer cette valeur indépendamment et n'agir que quand on a Mr Market avec soi. C'est ce que Buffett souligne dans ses lettres quand il enseigne que « disposer d'un cours de Bourse ne devrait jamais vous obliger à calquer vos jugements sur ses aberrations périodiques<sup>11</sup> ». Si vous vous en remettez à son prix de marché pour évaluer une entreprise, vous risquez de manquer des opportunités d'achat au moment où Mr Market est déprimé et des opportunités de vente au moment où il est obsessionnel. Ne laissez pas le marché réfléchir à votre place. Les investisseurs savent qu'ils doivent faire le travail eux-mêmes.

## **Quand vous possédez une action, vous possédez une entreprise**

Ce « travail », bien entendu, consiste à déterminer ce que vaut une entreprise. Peut-être les cours d'une action sont-ils à la merci des humeurs de Mr Market dans l'immédiat, mais sur le long terme ils correspondront approximativement à la valeur intrinsèque de l'entreprise. Ou, comme le disait Graham : « À court terme, le marché est comme une machine à voter, mais à long terme il est plutôt comme une machine à peser. » C'est vrai, car une action, par définition, est un titre de propriété fractionnel portant sur une entreprise entière. Si l'on peut établir la valeur de l'entreprise, on obtient celle de son action.

C'est une certitude mathématique : les actions d'une société, ensemble et sur toute la durée de son existence, doivent produire un rendement exactement conforme aux résultats de son activité. Oui, certains actionnaires s'en tireront mieux que d'autres dans l'intervalle en fonction du moment où ils auront acheté ou vendu, mais globalement, *in fine*, les résultats obtenus par les gagnants chanceux ou habiles auront pour contrepartie, dollar pour dollar,

un montant égal de sous-performances pour les naïfs ou les malchanceux. Ainsi, les investisseurs capables, par une analyse raisonnée, de prévoir les rendements futurs à long terme d'une entreprise auront toutes les chances de se les arroger en étant propriétaires de ses actions, à condition de veiller à ne pas les surpayer.

C'est pourquoi les investisseurs jouent le long terme. Buffett nous enseigne qu'il faut concentrer ses efforts sur l'entreprise et non sur le repérage des moments où des placements raisonnables ont des chances d'être lucratifs. « L'évolution de la Bourse déterminera dans une large mesure à quel moment nous avons raison, écrit-il, mais la justesse de notre avis sur l'entreprise déterminera largement si nous avons raison. En d'autres termes, nous nous attachons à ce qui devrait se passer, pas au moment où cela devrait se passer<sup>12</sup>. »

Cette idée revient régulièrement dans les lettres. Je la répète donc : les actions ne sont pas de simples morceaux de papier qui s'achètent et qui se vendent, ce sont des titres de propriété d'une entreprise qu'on peut en grande partie analyser et évaluer. Si les prix de marché des entreprises (les cours des actions) tombent au-dessous de leur valeur intrinsèque pendant un délai prolongé, les forces du marché finiront par corriger cette sous-évaluation car, sur le long terme, le marché est efficient.

« Quand ? » n'est pas la bonne question, car elle dépend de « Mr Market », qui n'est pas fiable. Il est difficile de savoir au moment d'un achat ce qui va le décider à atteindre la valeur que vous pensez être la sienne. Cependant, les sociétés rachètent souvent leurs propres actions quand elles les considèrent comme bon marché. Les grandes sociétés et les firmes de capital-investissement cherchent souvent à acquérir dans leur intégralité des sociétés sous-évaluées. Les acteurs du marché, conscients de tout ce qui précède, recherchent souvent ces bonnes occasions