

Ses principes d'investissement se basent sur les concepts de «valeur intrinsèque» et de «marge de sécurité». Ils permettent de battre le marché depuis plusieurs décennies.

Tweedy, Browne ou les vertus de la **value investing**

Les partenaires de cette firme fondée en 1920, d'abord active dans le brokerage, puis dans l'investissement depuis 1959, puisent leur discipline dans leur association avec Benjamin Graham, un des plus grands penseurs de l'analyse financière.

PHILIPPE REY

COMME CET autre génie qu'était Thomas Edison, Benjamin Graham a créé la lumière là où il n'y en avait pas, c'est-à-dire l'investissement. Cette affirmation de Bill Ruane, fondateur et gérant depuis plus de trente ans du fonds de placement Sequoia Fund, n'est pas pour déplaire à Christopher H. Browne, William H. Browne, John D. Spears, Tom H. Shrager et Robert Q. Wycokoff, les cinq partenaires de la firme d'investissement privée Tweedy, Browne Company LLC, fondée en 1920 à New York sous le nom de Tweedy & Company par Forrest Tweedy. Elle est représentée en Suisse par Scheuermann & Co. GmbH.

Tous se réfèrent à Columbia University où se sont trouvés sur les mêmes bancs d'école Bill Ruane, Warren Buffett ou Walter Schloss à assimiler les principes d'investissement enseignés par Benjamin Graham, l'auteur des ouvrages Security Analysis et The Intel-

ligent Investor. Acheter ce qui vaut un franc pour 60 centimes ou moins est l'essence même de la value investing (littéralement l'investissement dans la valeur). C'est un des principes de base les plus ignorés par la bourse qui est probablement le seul marché où la demande baisse lorsque les prix chutent et vice versa! Pourtant, à la condition de faire son travail de base (*homework* comme disent les Anglo-Saxons) et de se montrer patient, le marché financier, qui n'est pas en permanence efficient, procure des opportunités qui peuvent s'avérer très lucratives et permettent ainsi une appréciation à long terme du capital.

But premier: préserver le capital

C'est en suivant fidèlement cette ligne de conduite que Tweedy, Browne, qui gère aujourd'hui près de 8 milliards de dollars, bat depuis plus de 40 ans le marché, tant américain qu'international. Ainsi, à fin 2002, le taux de rendement annuel composé

(net des commissions réelles) du portefeuille d'actions américaines calculé sur les 28 dernières années s'élevait à 16,6% comparativement à 13,4% pour l'indice Standard & Poor's 500. Quant au résultat des investissements internationaux effectués depuis le 1^{er} octobre 1992, le rendement total (net des commissions) a atteint 12% au regard de 5,5% (indice MSCI EAFE), compte tenu d'une protection contre le risque de change, et calculé en dollars. Ceci est d'autant plus remarquable que Tweedy, Browne n'a pas recouru au levier financier et a maintenu un faible taux de rotation de son portefeuille, ce qui induit moins de coûts et d'impôts.

Le souci de préserver le capital qui leur est confié et leur propre argent investi avec celui de leurs clients, se reflète dans le principe clé de la *value investing*, à savoir la marge de sécurité («les trois mots les plus importants de l'investissement», selon Warren Buffett). C'est le point commun à tous les épigones de

Un autre élément de protection que souligne William Browne: la large diversification des portefeuilles, tant en ce qui concerne les titres, les secteurs, la capitalisation boursière que les pays.

Benjamin Graham, alors même que le choix des titres et la diversification peuvent être largement différents suivant les cas.

La marge de sécurité est la décote de la valeur boursière par rapport à ce que Graham appelait «valeur intrinsèque». Cette dernière est la valeur d'acquisition d'une firme ou l'estimation de la valeur collatérale de ses actifs et/ou cash-flow. Le terme de valeur intrinsèque peut également se référer à la valeur privée de marché, valeur de démantèlement d'un groupe (*breakup value*) ou valeur de liquidation. «Nous croyons à la valeur intrinsèque, c'est une approche logique qui permet d'avoir une idée de la valeur réelle d'une affaire. Nous regardons simplement ce que nous paierions pour une entreprise», explique William Browne. Plus la marge de sécurité est grande, plus le risque est faible. Ce dernier n'a rien à faire avec la volatilité du cours de l'action d'une société, mais avec une perte durable en capital. Plus l'action d'une entreprise chute pour des raisons momentanées, plus le prix pour cette affaire devient attractif.

Une large diversification est appliquée

Autre élément de protection que souligne William Browne: une large diversification des portefeuilles, tant en ce qui concerne les titres, les secteurs, la capitalisation boursière que les pays. Toutefois, ce dernier point ne provient pas d'une allocation d'actifs par zones géographiques ou types d'actions (*top down*),



Les partenaires de Tweedy, Browne, avec de gauche à droite, John Spears, Tom Shrager, Christopher Browne, Robert Wyckoff et William Browne.

mais d'une approche *bottom-up*, qui repose sur des caractéristiques telles que des faibles multiples de valeur boursière/fonds propres (*Price/Book value ratio*), capitalisation boursière/bénéfices (*Price/Earnings ratio*) et valeurs boursière/cash-flow ainsi que des achats effectués par des gens proches de la société (*insider buying*). La position dans une seule société ne peut ainsi pas dépasser 5%, de même que celle dans une industrie donnée ne peut aller au-delà de 15%. Un autre point commun et essentiel est un bilan solide, lequel est souvent le corollaire de la forte aptitude d'une entreprise à dégager du free cash-flow.

En respectant de manière disciplinée de tels critères et en vertu de la «loi des grands nombres», Tweedy, Browne parvient à amortir sans problème une perte durable en capital sur des titres d'une société particulière. «En répétant des investissements dans maints titres de sociétés fortement sous-évaluées sur des

longues périodes nous avons pu atteindre des rendements supérieurs à ceux du marché avec un moindre risque de perte durable en capital», lance William Browne.

Des entreprises de bonne qualité sous-valorisées

Deux grandes catégories de titres composent les portefeuilles de la firme américaine. La première catégorie est comparable à une activité de souscription du risque rigoureuse d'une compagnie d'assurances: une grande majorité d'assurés permettent de gagner de l'argent, seule une minorité se traduit par des sinistres effectifs pouvant être aisément absorbés par l'assureur. Dans cette catégorie se rangent des entreprises de bonne qualité et qui se caractérisent par une sous-valorisation boursière suite à une baisse considérable du cours boursier, un discount substantiel de la valeur boursière par rapport aux fonds propres, un faible taux d'endettement (*gearing*), mais tout

Des sociétés exploitant des fortes marques dans un secteur porteur à long terme, par exemple Edipresse, Tamedia, Nestlé, Novartis ou Richemont, pour citer des exemples suisses.

en gardant des perspectives de développement et de rentabilité intactes.

Des affaires prévisibles sur la durée

La seconde catégorie comprend des sociétés que l'on peut qualifier de fortes «franchises», en particulier le secteur des médias ou des sociétés exploitant de fortes marques dans un secteur porteur à long terme, par exemple Edipresse, Tamedia, Nestlé, Novartis ou Richemont, pour citer plusieurs exemples de sociétés suisses. De telles affaires sont prévisibles sur la durée, ont une

rentabilité du capital investi qui est élevée en moyenne et se traduisent par un faible niveau d'endettement. Nestlé a été achetée en 1993, soit à un prix considérablement plus bas qu'aujourd'hui et attractif au vu de la qualité de cette société.

Tweedy, Browne possède un système informatique qui lui permet de scruter plus de 20000 sociétés ouvertes au public dans le monde. Ses senior managing directors et analystes effectuent une analyse fondamentale intense. Ils mènent des interviews avec les dirigeants d'une firme qui est susceptible d'entrer dans

les portefeuilles de Tweedy, Browne. «Nous accordons beaucoup d'importance au parcours d'une entreprise sur les dix dernières années», souligne Tom Shrager.

Reflet dans les chiffres sur une longue durée

Les décisions d'achat ou de vente sont prises par deux tiers des votes du comité d'investissement de Tweedy, Browne, à savoir les senior managing directors. «Si la qualité du management est importante, la preuve de cela se reflète toujours dans les chiffres sur une longue durée», conclut Tom Shrager. ■

Note de Bas de Page S:

«Les titres détenus en portefeuille le sont à la date indiquée et peuvent être remplacés sans notification préalable. Cette liste ne constitue pas une recommandation d'acheter, de vendre ou de détenir des valeurs mobilières. Les titres mentionnés dans cet article ont été choisis par son auteur, et non par Tweedy, Browne. La composition des portefeuilles d'actions peut varier, de sorte que les titres référencés peuvent être ou ne pas être détenus dans un portefeuille particulier. Une liste de toutes les recommandations faites par le gestionnaire au cours des douze derniers mois est disponible sur simple demande. Aucune assurance n'est donnée sur le fait que les recommandations qui seront faites à l'avenir généreront un profit ou permettront d'obtenir des performances équivalentes à celles des actions mentionnées dans cette liste.»

Note de bas de page relative à l'historique des performances des actions américaines:

* Le pourcentage annuel moyen du portefeuille investi en espèces durant les 28 dernières années était de 15,1%.

L'article ci-dessus présente les résultats d'investissements annuels moyens pour les portefeuilles suivants: (i) le premier client de la firme, Asset Investor Fund, («AIF»), un fond d'investissement fermé, de 1975 à 1982, année de liquidation d'AIF; (ii) pour la période allant du 1^{er} janvier 1976 au 31 décembre 1990, tous les clients dont les portefeuilles ont été gérés par Tweedy, Browne Company LLC sans interruption à partir soit du 1^{er} janvier 1976 (4 comptes) ou du 1^{er} janvier 1977 (22 comptes); et (iii) pour toutes les périodes postérieures au 31 décembre 1990, les portefeuilles discrétionnaires de clients payant des honoraires dont la valeur excède 250.000\$ d'actifs et qui ont été gérés pendant au moins 6 mois avant leur évaluation. Depuis le 31 décembre 1990, les résultats sont ajustés par pondération des actifs (asset weighted) en utilisant les valeurs en début de trimestre et excluent tout investissement dans le fond Tweedy, Browne Global Value Fund. Avant le 31 décembre 1990, les résultats étaient calculés sur la base d'une pondération égale (equal weighted). Les 22 comptes dont la performance est mesurée sur la période allant du 1^{er} janvier 1977 au 31 décembre 1990 représentent un pourcentage en baisse des comptes clients et des actifs sous gestion. Bien que la performance moyenne de ces 22 comptes, avant déduction des honoraires, était de 1,8% supérieure ou 2,9% inférieure à la performance moyenne de tous les comptes pour une quelconque année pendant cette période, le profit total moyen annuel avant déduction des honoraires durant la totalité de cette période pour ces 22 comptes était de simplement 0,02% supérieur au profit total annuel moyen de tous les comptes, avant déduction des honoraires, durant toute cette période. Tweedy, Browne ne dispose pas de données suffisantes pour déterminer la performance, nette des honoraires, de tous les comptes et des obligations réglementaires nous empêchent de publier des résultats de performance avant déduction des honoraires sans avoir à publier également les résultats nets d'honoraires. Les résultats d'investissements «nets des honoraires effectivement perçus» ont été ajustés à la baisse pour refléter les honoraires de conseil, les commissions de courtage et les autres frais de comptes. Le résultat des comptes prend en compte le réinvestissement de tous les dividendes et les paiements d'intérêts. Aucune assurance n'est donnée sur le fait que les résultats passés seront à nouveau atteints dans le futur. L'index S&P 500 est un index non géré qui suppose le réinvestissement des dividendes et qui est généralement considéré comme représentatif des grosses capitalisations boursières américaines. L'index Value Line Composite (Geometric) est un index de pondération égale composé d'environ 1.700 actions et considéré comme représentatif du changement de

prix d'une action moyenne. L'index Consumer Price Index n'est pas un index d'actions mais est généralement considéré comme indicatif du taux d'inflation. Le taux de rendement des bons du Trésor américain est généralement considéré comme indicatif d'un taux de rendement sans risque parce que la maturité est courte et le paiement garanti par le gouvernement américain.

Note de Bas de Page relative à l'historique des performances des actions internationales: Notes:

1. L'article ci-dessus fait référence aux résultats d'investissements annuels moyens depuis le 1^{er} octobre 1992, pour tous les portefeuilles discrétionnaires, gérés séparément et principalement internationaux, couverts sur le dollar américain et qui ont été gérés pendant au moins un trimestre avant leur évaluation, à une exception près. Depuis le 1^{er} janvier 1998, un compte (dont la valeur des actifs gérés s'élevait à \$15,7 mm au 30 juin 2002) a été exclu en raison de cash-flows mensuels extrêmement volatiles qui affectaient l'évaluation de la performance. Les retours sont pondérés dans le temps et par actifs et reflètent les valeurs de marché de début de trimestre. Aucune assurance n'est donnée sur le fait que les résultats passés seront à nouveau atteints dans le futur.
 2. Les portefeuilles internationaux mentionnés ci-dessus sont principalement composés de valeurs mobilières de sociétés domiciliées dans des marchés développés à l'exception des Etats-Unis, et incluent les résultats du fonds Tweedy, Brown Global Value Fund, qui représentent plus de 90% des actifs composites. Une portion du portefeuille du fond Tweedy, Brown Global Value Fund contient et pourra contenir des valeurs mobilières de sociétés domiciliées aux Etats-Unis. Depuis sa création, les valeurs mobilières américaines n'ont en général pas représenté plus de 16% des actifs nets du fond Tweedy, Browne Global Value Fund. Les valeurs mobilières américaines de ce fond sont en grande partie celles de sociétés multinationales dont une partie significative de leurs ventes et de leur profit proviennent de leurs activités exercées à l'étranger.
 3. Les résultats composites incluent les dividendes et sont nets des retenues à la source étrangères. Les résultats nets d'honoraires sont nets des honoraires effectivement facturés, y compris les commissions de courtage. Un des comptes du composite a une structure d'honoraires incitative et les résultats nets reflètent un honoraire d'incitation annuel de 20% échu mensuellement. Ceci explique en partie la différence substantielle qui a été constatée certaines années entre les résultats bruts et ceux nets d'honoraires, en particulier en 1993.
 4. Les portefeuilles mentionnés ci-dessus ont été couverts sur le dollar américain lorsque cela a été possible et les résultats présentés sont nets de tous les coûts de couverture. La politique de la firme a été de couvrir ses expositions aux devises étrangères perçues lorsque cela a été possible, sauf en cas d'instruction contraire de ses clients.
 5. MSCI EAFE est un index flottant de capitalisation boursière qui est conçu pour mesurer la performance des actions des marchés développés, à l'exclusion des Etats-Unis et du Canada. MSCI EAFE Hedge est composé des résultats de l'index MSCI EAFE couvert à 100% sur le dollar américain et prend en compte les différentiels des taux d'intérêts sur les taux de change à terme. Les données relatives à cet index sont gracieusement fournies par Morgan Stanley Capital International.
- * Depuis sa création jusqu'au 31 décembre 2001, le pourcentage moyen investi en actions n'a pas pris en compte les gains non réalisés ou les pertes sur les contrats de change à terme. Pour toutes les périodes subséquentes, le calcul du pourcentage investi inclut les gains non réalisés ou les pertes sur ces contrats.