

clients. La fraternité du courtage de Wall Street a probablement les normes éthiques les plus élevées de toutes *les entreprises*, mais elle continue de se frayer un chemin vers les normes et le statut d'une véritable profession.\*

Dans le passé, Wall Street a prospéré principalement grâce à la spéculation, et les spéculateurs boursiers en tant que classe étaient presque certains de perdre de l'argent. Il a donc été logiquement impossible pour les maisons de courtage d'opérer sur une base tout à fait professionnelle. Pour ce faire, il aurait fallu qu'ils orientent leurs efforts vers la réduction plutôt que vers l'augmentation de leur activité.

Le plus loin que certaines maisons de courtage sont allées dans cette direction – et on aurait pu s'attendre à ce qu'elles aillent – est de s'abstenir d'inciter ou d'encourager quiconque à spéculer. Ces maisons se sont bornées à exécuter les ordres qui leur étaient donnés, à fournir des informations et des analyses financières et à rendre des avis sur les mérites d'investissement des valeurs mobilières. Ainsi, en théorie du moins, ils sont dégagés de toute responsabilité dans les profits ou les pertes de leurs clients spéculatifs.†

La plupart des maisons de bourse, cependant, adhèrent encore aux anciens slogans selon lesquels elles sont en affaires pour faire des commissions et que la façon de réussir en affaires est de donner aux clients ce qu'ils veulent. Étant donné que les clients les plus rentables veulent des conseils et des suggestions spéculatifs, la pensée et les activités de l'entreprise typique sont assez étroitement adaptées aux transactions quotidiennes sur le marché. Ainsi, elle s'efforce d'aider ses clients à gagner de l'argent dans un domaine où ils sont condamnés presque par une loi mathématique à perdre à la fin.‡ Nous entendons par là que la partie spéculative de leurs opérations ne peut être rentable à long terme pour la plupart

---

\* Dans l'ensemble, Graham était un observateur aussi dur et cynique que Wall Street n'en a jamais vu. Dans ce cas rare, cependant, il n'était pas assez cynique. Wall Street a peut-être des normes éthiques plus élevées que certaines entreprises (la contrebande, la prostitution, le lobbying du Congrès et le journalisme viennent à l'esprit), mais le monde de l'investissement a néanmoins suffisamment de menteurs, de tricheurs et de voleurs pour occuper frénétiquement les employés de l'enregistrement de Satan pendant des décennies. viens. † Les milliers de personnes qui ont acheté des actions à la fin des années 1990 en pensant que les analystes de Wall Street fournissaient des conseils impartiaux et précieux ont appris, de manière douloureuse, à quel point Graham avait raison sur ce point. ‡ Fait intéressant, cette critique cinglante, que Graham adressait en son temps aux courtiers de plein exercice, a fini par s'appliquer aux courtiers Internet à escompte dans le

clients de la maison. Mais dans la mesure où leurs opérations ressemblent véritable investissement, ils peuvent produire des gains d'investissement qui dépassent compenser les pertes spéculatives.

L'investisseur obtient des conseils et des informations auprès des maisons de bourse par l'intermédiaire de deux types d'employés, désormais appelés officiellement en tant que « courtiers de clients » (ou « chargés de clientèle ») et analystes financiers.

Le courtier du client, aussi appelé « représentant inscrit », portait autrefois le titre moins digne d'« homme du client ». Aujourd'hui il s'agit pour la plupart d'une personne de bonne moralité et d'une connaissance considérable des valeurs mobilières, qui opère sous un code de conduite rigide. bonne conduite. Néanmoins, comme son métier est de gagner des commissions, il ne peut guère éviter d'être spéculatif. Ainsi, le acheteur de titres qui veut éviter d'être influencé par la spéculation considérations devront normalement être prudentes et explicites dans son traiter avec le courtier de son client; il devra montrer clairement, en en paroles et en actes, qu'il n'est intéressé par rien qui ressemble vaguement à un « pourboire » boursier. Une fois que le courtier du client comprend clairement qu'il a un véritable investisseur entre les mains, il respectez ce point de vue et coopérez avec lui.

L'analyste financier, anciennement connu principalement sous le nom d'analyste de sécurité, est une personne qui préoccupe particulièrement l'auteur, qui a été lui-même pendant plus de cinq décennies et a aidé à éduquer d'innombrables autres. À ce stade, nous nous référons uniquement aux analystes financiers employés par les maisons de courtage. La fonction de la sécurité analyste est assez clair à partir de son titre. C'est lui qui travaille le des études détaillées de titres individuels, développe des comparaisons minutieuses de diverses questions dans le même domaine, et forme une opinion d'expert sur la sécurité ou l'attractivité ou la valeur intrinsèque de tous les différents types d'actions et d'obligations.

---

fin des années 1990. Ces entreprises ont dépensé des millions de dollars en publicité tape-à-l'œil qui ont incité leurs clients à négocier davantage et à négocier plus rapidement. La plupart de ceux les clients ont fini par faire leurs propres poches, au lieu de payer quelqu'un sinon de le faire pour eux - et les commissions bon marché sur ce genre de transaction sont une piètre consolation pour le résultat. Des cabinets de courtage plus traditionnels, entre-temps, a commencé à mettre l'accent sur la planification financière et la « gestion », au lieu de rémunérer leurs courtiers uniquement sur la base de combien de commissions ils pourraient générer.

Par ce qui doit sembler une bizarrerie pour l'étranger, il n'y a pas d'exigences formelles pour être un analyste de la sécurité. Comparez avec cela les faits que le courtier d'un client doit passer un examen, répondre aux tests de caractère requis et être dûment accepté et enregistré par la Bourse de New York. Pratiquement, presque tous les jeunes analystes ont suivi une formation approfondie en école de commerce, et les plus âgés ont acquis au moins l'équivalent en école d'expérience longue. Dans la grande majorité des cas, on peut compter sur la maison de courtage employeur pour s'assurer des qualifications et de la compétence de ses analystes.\*

Le client de la société de bourse peut traiter directement avec les analystes titres ou son contact peut être indirect via le courtier du client. Dans les deux cas, l'analyste est à la disposition du client pour une quantité considérable d'informations et de conseils. Faisons ici une déclaration emphatique. La valeur de l'analyste des valeurs mobilières pour l'investisseur dépend en grande partie de l'attitude de l'investisseur. Si l'investisseur pose les bonnes questions à l'analyste, il est susceptible d'obtenir les bonnes réponses, ou du moins les bonnes. Les analystes embauchés par les maisons de courtage, nous en sommes convaincus, sont fortement handicapés par le sentiment général qu'ils sont censés être aussi des analystes de marché. Lorsqu'on leur demande si une action ordinaire donnée est «*ÿsaineÿ*», la question signifie souvent: «*ÿCette action est-elle susceptible de progresser au cours des prochains moisÿ?*» En conséquence, beaucoup

---

\* Cela reste vrai, bien que bon nombre des meilleurs analystes de Wall Street détiennent le titre d'analyste financier agréé. La certification CFA est décernée par l'Association of Investment Management & Research (anciennement la Fédération des analystes financiers) uniquement après que le candidat a terminé des années d'études rigoureuses et réussi une série d'examens difficiles. Plus de 50 000 analystes dans le monde ont été certifiés CFA. Malheureusement, une enquête récente du professeur Stanley Block a révélé que la plupart des CFA ignorent les enseignements de Graham: le potentiel de croissance est supérieur à la qualité des bénéfices, aux risques et à la politique de dividende dans la détermination des ratios P/E, tandis que beaucoup plus d'analystes fondent leurs notes d'achat sur le prix récent que sur les perspectives à long terme de l'entreprise. Voir Stanley Block, «*A Study of Financial Analysts : Practice and Theory* », *Financial Analysts Journal*, juillet/août 1999, sur [www.aimrpubs.org](http://www.aimrpubs.org). Comme Graham aimait à le dire, ses propres livres ont été lus et ignorés par plus de gens que tout autre livre en finance.

pelled pour analyser avec un œil sur le symbole boursier - une pose qui n'est pas propice à une réflexion saine ou à des conclusions valables.\*

Dans la section suivante de ce livre, nous traiterons de certains des concepts et réalisations possibles de l'analyse de sécurité. Une grande majorité des analystes travaillant pour des sociétés boursières pourraient être d'une aide précieuse pour l'investisseur de bonne foi qui veut être sûr d'être pleinement satisfait rapport qualité prix, et peut-être un peu plus. Comme dans le cas du courtiers des clients, ce qui est nécessaire au début est une compréhension claire par l'analyste de l'attitude et des objectifs de l'investisseur. Une fois que l'analyste est convaincu qu'il a affaire à un homme plus soucieux des valeurs que des citations, il y a de fortes chances que ses recommandations s'avèreront d'un réel bénéfice global.

## Le certificat CFA pour les analystes financiers

Une étape importante a été franchie en 1963 vers la professionnalisation statut et responsabilité vis-à-vis des analystes financiers. Le titre officiel de Chartered Financial Analyst (CFA) est désormais décerné aux seniors praticiens qui réussissent les examens requis et répondent à d'autres tests d'aptitude.<sup>1</sup> Les sujets couverts incluent l'analyse de sécurité et la gestion de portefeuille. L'analogie avec le titre professionnel séculaire d'expert-comptable (CPA) est évidente et intentionnel. Cet appareil relativement nouveau de reconnaissance et de contrôle devrait servir à élever les normes des analystes financiers et éventuellement placer leur travail sur une base véritablement professionnelle.†

---

\* Il est très inhabituel aujourd'hui pour un analyste de la sécurité de permettre à de simples roturiers de le contacter directement. Pour l'essentiel, seule la noblesse des investisseurs institutionnels sont autorisés à s'approcher du trône du tout-puissant analyste de Wall Street. Un investisseur individuel pourrait peut-être avoir un peu de chance en appelant des analystes qui travaillent chez sociétés de courtage «régionales» dont le siège social se trouve à l'extérieur de New York. L'investisseur la zone de relations sur les sites Web de la plupart des sociétés cotées en bourse fournira une liste des analystes qui suivent l'action. Des sites Web comme [www.zacks.com](http://www.zacks.com) et [www.multex.com](http://www.multex.com) offrent un accès aux rapports de recherche des analystes, mais l'intelligence l'investisseur doit se rappeler que la plupart des analystes n'analysent pas les entreprises. Au lieu de cela, ils se livrent à des conjectures sur les cours futurs des actions.

† Benjamin Graham a été la principale force derrière la création de la CFA programme, qu'il a défendu pendant près de deux décennies avant qu'il ne devienne une réalité.

## Relations avec les maisons de courtage

L'un des développements les plus inquiétants de la période que nous écrivons cette révision a été l'embarras financier - en termes clairs, faillite ou quasi-faillite - de tout un quelques sociétés de la Bourse de New York, dont au moins deux de taille considérable.\* C'est la première fois en un demi-siècle ou plus que une telle chose est arrivée, et c'est surprenant pour plus d'un raison. Pendant de nombreuses décennies, la Bourse de New York a été allant dans le sens de contrôles plus étroits et plus stricts sur les les opérations et la situation financière de ses membres, y compris les exigences minimales en matière de capital, les audits surprises, etc. Outre cela, nous avons eu 37 ans de contrôle sur les échanges et leur membres par la Securities and Exchange Commission. Enfin, le secteur du courtage lui-même a fonctionné dans des conditions favorables conditions, à savoir une augmentation considérable du volume, un minimum fixe des taux de commission (éliminant en grande partie les frais concurrentiels) et un nombre limité de cabinets membres.

Les premiers déboires financiers des maisons de courtage (en 1969) ont été attribués à l'augmentation du volume lui-même. Ça, c'était réclamé, surtaxé leurs installations, augmenté leurs frais généraux et produit de nombreux problèmes dans les règlements financiers. Cela devrait souligner que c'était probablement la première fois dans l'histoire que des entreprises importantes ont fait faillite parce qu'elles avaient plus affaires qu'ils ne pouvaient gérer. En 1970, alors que les échecs du courtage augmenté, ils ont été imputés principalement à "la baisse de volume". Étrange plainte quand on songe que le chiffre d'affaires de la

---

\* Les deux firmes que Graham avait en tête étaient probablement Du Pont, Glore, Forgan & Co. et Goodbody & Co. Du Pont (fondée par les héritiers de la chimie fortune) n'a été sauvé de l'insolvabilité en 1970 qu'après que l'entrepreneur texan H. Ross Perot ait prêté plus de 50 millions de dollars à l'entreprise; Goodbody, la cinquième plus grande société de courtage aux États-Unis, aurait fait faillite à la fin des années 1970 si Merrill Lynch ne l'avait pas acquis. Hayden, Stone & Co. aurait également disparu s'il n'avait pas été acquis. En 1970, pas moins de sept sociétés de courtage font faillite. L'histoire farfelue de l'expansion frénétique de Wall Street à la fin des années 1960 est magnifiquement racontée dans *The Go-Go* de John Brooks. Ans (John Wiley & Sons, New York, 1999).

NYSE en 1970 totalisait 2 937 millions d'actions, le *plus gros* volume de son l'histoire et bien plus de deux fois plus importante que n'importe quelle année avant 1965. Au cours des 15 années de marché haussier se terminant en 1964, le rapport annuel le volume avait en moyenne "seulement" 712 millions d'actions - un quart de le chiffre de 1970, mais l'activité de courtage avait connu la plus grande prospérité de son histoire. Si, comme il apparaît, les cabinets membres en tant que l'ensemble avait permis à leurs frais généraux et autres dépenses d'augmenter à un rythme qui ne pouvait pas supporter même une légère réduction de volume pendant une partie de l'année, cela ne témoigne ni de leur sens des affaires ni de leur conservatisme financier.

Une troisième explication des difficultés financières a finalement émergé d'un brouillard de dissimulation, et nous soupçonnons que c'est le plus plausible et le plus significatif des trois. Il semble qu'une bonne partie du capital de certaines maisons de courtage était détenue sous forme d'actions actions détenues par les associés individuels. Certains d'entre eux semblent ont été hautement spéculatifs et portés à des valeurs gonflées. Lorsque le marché a baissé en 1969, les cotations de ces titres ont chuté de manière drastique et une partie substantielle du capital des entreprises a disparu avec eux<sup>2</sup>. En effet, les associés spéculaient avec le capital censé protéger les clients contre les aléas financiers ordinaires de l'activité de courtage, afin de en faire un double profit. C'était inexcusable ; nous nous abstenons d'en dire plus.

L'investisseur doit utiliser son intelligence non seulement pour formuler ses politiques financières mais aussi dans les détails associés. Ces inclure le choix d'un courtier réputé pour exécuter ses ordres. Jusqu'à il suffisait maintenant de conseiller à nos lecteurs de ne s'occuper que d'un membre de la Bourse de New York, à moins qu'il n'ait des raisons impérieuses d'utiliser une société non membre. À contrecœur, nous devons ajouter quelques conseils supplémentaires dans ce domaine. Nous pensons que les gens qui font pas de comptes sur marge - et dans notre vocabulaire, cela signifie *tout investisseurs non professionnels* - devraient avoir la livraison et la réception de leurs titres gérés par leur banque. Lors de la passation d'un ordre d'achat à vos courtiers, vous pouvez leur demander de livrer les titres achetés à votre banque contre paiement par la banque<sup>3</sup>; à l'inverse, lors de la vente, vous pouvez demander à votre banque de livrer le titres au courtier contre paiement du produit. Ces services coûteront un peu plus cher, mais ils devraient en valoir la peine. dépenses en termes de sécurité et de tranquillité d'esprit. Ce conseil peut être

ignoré, car il n'est plus nécessaire, après que l'investisseur est sûr que tous les problèmes des sociétés boursières ont été réglés, mais pas avant.\*

## **Banquiers d'investissement**

Le terme «*ÿbanquier d'investissementÿ*» s'applique à une entreprise qui engage dans une large mesure à l'origine, à la souscription et à la vente nouvelles émissions d'actions et d'obligations. (Assurer signifie garantir à la société émettrice ou à un autre émetteur que le titre être entièrement vendu.) Un certain nombre de maisons de courtage exploitent un certain montant de l'activité de souscription. En général, cela se limite à participer à des groupes de souscription formés par les principaux investisseurs banquiers. Les sociétés de courtage ont également tendance à créer et parrainer un montant mineur de financement de nouvelles émissions, en particulier sous la forme de petites émissions d'actions ordinaires lorsqu'un marché haussier bat son plein.

La banque d'investissement est peut-être le département le plus respectable de la communauté de Wall Street, car c'est ici que la finance joue son rôle constructif de fournir de nouveaux capitaux pour l'expansion de industrie. En fait, une grande partie de la justification théorique du maintien de marchés boursiers actifs, malgré leurs fréquents excès spéculatifs, réside dans le fait que les bourses de valeurs organisées faciliter la vente de nouvelles émissions d'obligations et d'actions. Si les investisseurs ou les spéculateurs ne pouvaient pas s'attendre à voir un marché prêt pour un nouveau titre leur être offert, ils pourraient bien refuser de l'acheter.

La relation entre le banquier d'affaires et le

---

\* Presque toutes les transactions de courtage sont maintenant effectuées par voie électronique, et les titres ne sont plus physiquement «*livrés* ». Merci à l'établissement de la Securities Investor Protection Corporation, ou SIPC, en 1970, les investisseurs sont généralement assurés de récupérer la valeur totale de leur compte si leur société de courtage devient insolvable. SIPC est un consortium de courtiers mandaté par le gouvernement; tous les membres conviennent de mettre en commun leurs actifs pour couvrir les pertes encourus par les clients de toute entreprise qui devient insolvable. La protection de SIPC élimine le besoin pour les investisseurs d'effectuer un paiement et de prendre livraison par l'intermédiaire d'un intermédiaire bancaire, comme le préconise Graham.

investisseur est essentiellement celui du vendeur à l'acheteur potentiel. Depuis de nombreuses années, la grande majorité des nouvelles offres en dollars la valeur a été constituée d'émissions obligataires achetées principalement par les institutions financières telles que les banques et les compagnies d'assurance. Dans cette affaire que les vendeurs de sécurité ont traitée avec ruse et des acheteurs expérimentés. D'où toutes les recommandations faites par le les banquiers d'affaires à ces clients ont dû faire preuve de prudence et un examen sceptique. Ainsi, ces transactions sont presque toujours effectué sur une base professionnelle.

Mais une situation différente se produit dans une relation entre le l'acheteur *individuel* de titres et les sociétés de banque d'investissement, y compris les agents de change agissant en tant que preneurs fermes. Ici l'acheteur est souvent inexpérimentés et rarement astucieux. Il est facilement influencé par ce que lui dit le vendeur, surtout en cas d'émission d'actions ordinaires, car souvent son désir inavoué d'acheter est principalement de faire un profit rapide. L'effet de tout cela est que le la protection de l'investisseur public réside moins dans sa propre faculté critique que dans les scrupules et l'éthique des maisons d'offrandes.<sup>3</sup>

C'est un hommage à l'honnêteté et à la compétence de la souscription entreprises qu'ils sont capables de combiner assez bien les rôles discordants de conseiller et de vendeur. Mais il est imprudent pour l'acheteur de faire confiance se soumettre au jugement du vendeur. En 1959, nous affirmions à ce point : « Les mauvais résultats de cette attitude malsaine se montrent de manière récurrente dans le domaine de la souscription et avec des effets notables dans le vente de nouvelles émissions d'actions ordinaires pendant les périodes de spéculation active. Peu de temps après, cet avertissement s'est avéré urgent. Comme déjà souligné, les années 1960-61 et, encore, 1968-69 ont été marquée par une effusion sans précédent d'émissions de moindre qualité, vendues au public à des prix d'offre absurdement élevés et dans de nombreux cas poussés beaucoup plus haut par des spéculations insouciantes et une semi-manipulation. Un certain nombre des maisons les plus importantes de Wall Street ont participé dans une certaine mesure à ces activités peu louables, ce qui démontre que la combinaison familière de la cupidité, la folie et l'irresponsabilité n'ont pas été exorcisées du pouvoir financier scène.

L'investisseur intelligent sera attentif aux conseils et recommandations reçus des banques d'investissement, en particulier celles dont il sait qu'elles ont une excellente réputation ; Mais il saura faire preuve d'un jugement sûr et indépendant



sur ces suggestions, soit la sienne, s'il est compétent, soit celle d'un autre type de conseiller.\*

## **Autres conseillers**

C'est une bonne vieille coutume, surtout dans les petites villes, de consulter son banquier local au sujet des investissements. Un banquier commercial n'est peut-être pas un expert approfondi des valeurs mobilières, mais il est expérimenté et conservateur. Il est particulièrement utile à l'investisseur non qualifié, souvent tenté de s'écarter de la voie droite et sans intérêt d'une politique défensive et qui a besoin de l'influence stabilisatrice d'un esprit prudent. L'investisseur le plus alerte et le plus agressif, cherchant conseil dans la sélection des bonnes affaires, ne trouvera généralement pas le point de vue du banquier commercial particulièrement adapté à ses propres objectifs. parents ou amis. Le demandeur pense toujours qu'il a de bonnes raisons de supposer que la personne consultée a une connaissance ou une expérience supérieure. Notre propre observation indique qu'il est presque aussi difficile de sélectionner des conseillers non professionnels satisfaisants que de sélectionner les bons titres sans aide. Beaucoup de mauvais conseils sont donnés gratuitement.

## **Résumé**

Les investisseurs qui sont prêts à payer des frais pour la gestion de leurs fonds peuvent choisir judicieusement une société de conseil en investissement bien établie et bien recommandée. Alternativement, ils peuvent utiliser le département d'investissement d'une grande société de fiducie ou le service de surveillance fourni moyennant des frais par quelques-unes des principales maisons de la Bourse de New York. Les résultats attendus n'ont rien d'exceptionnel, mais ils sont à la mesure de ceux de l'investisseur moyen averti et prudent.

---

\* Ceux qui ont tenu compte des conseils de Graham n'auraient pas été aspirés à acheter des introductions en bourse sur Internet en 1999 et 2000. † Ce rôle traditionnel des banquiers a en grande partie été supplanté par des comptables, des avocats ou des planificateurs financiers.

La plupart des acheteurs de titres obtiennent des conseils sans les payer spécifiquement. Il va donc de soi que dans la majorité des cas, ils n'ont pas droit et ne doivent pas s'attendre à des résultats supérieurs à la moyenne. Ils doivent se méfier de toute personne, qu'il s'agisse des courtiers des clients ou vendeurs de sécurité, qui promettent des revenus ou des bénéfices spectaculaires. Cette s'applique à la fois à la sélection des titres et à l'orientation dans l'art insaisissable (et peut-être illusoire) de la négociation sur le marché.

Les investisseurs défensifs, tels que nous les avons définis, ne seront généralement pas équipés pour porter un jugement indépendant sur le titre recommandations faites par leurs conseillers. Mais ils peuvent être explicites - et même de manière répétitive - en indiquant le type de titres qu'ils souhaitent acheter. S'ils suivent notre prescription, ils se limiteront aux obligations de premier ordre et aux actions ordinaires de grandes entreprises, de préférence celles qui peuvent être achetées à niveaux de prix individuels qui ne sont pas élevés à la lumière de l'expérience et analyse. L'analyste de la sécurité de toute bourse réputée maison peut constituer une liste appropriée de ces actions ordinaires et peut certifier à l'investisseur si le niveau de prix existant est ou non raisonnablement conservateur, à en juger par l'expérience passée.

L'investisseur agressif travaillera normalement en coopération active avec ses conseillers. Il voudra leurs recommandations

expliqué en détail, et il insistera pour porter son propre jugement sur eux. Cela signifie que l'investisseur adaptera ses attentes et le caractère de ses opérations de sécurité au développement de ses connaissances et son expérience dans le domaine. Uniquement dans le cas exceptionnel où l'intégrité et la compétence des conseillers ont été pleinement démontrés, si l'investisseur agit en conséquence l'avis des autres sans comprendre et approuver les décision prise.

Il y a toujours eu des vendeurs d'actions sans scrupules et des courtiers en valeurs mobilières de nuit, et, bien sûr, nous avons a conseillé à nos lecteurs de limiter leurs transactions, si possible, aux membres de la Bourse de New York. Mais nous sommes contraints à contrecœur d'ajouter le conseil très prudent que les livraisons de sécurité et les paiements soient effectués par l'intermédiaire de l'investisseur banque. L'image affligeante de la maison de courtage de Wall Street peut se sont complètement éclaircis en quelques années, mais à la fin de 1971, nous suggérer, "Mieux vaut prévenir que guérir."

## COMMENTAIRE DU CHAPITRE 10

Je suis reconnaissant à la milésienne qui, voyant le philosophe Thales passer  
continuellement son temps à contempler  
la voûte céleste et gardant toujours les yeux levés vers le haut,  
mettre quelque chose sur son chemin pour le faire trébucher, pour l'avertir qu'il  
serait temps d'amuser ses pensées avec des choses dans le  
nuages quand il eut vu ceux qui étaient à ses pieds. En effet, elle lui a donné le  
bon conseil de regarder plutôt vers lui-même que vers le ciel.

— Michel de Montaigne

### AS-TU BESOIN D'AIDE?

À l'époque glorieuse de la fin des années 1990, de nombreux investisseurs ont choisi de faire cavalier seul.  
En faisant leurs propres recherches, en choisissant eux-mêmes des actions et en plaçant  
leurs transactions via un courtier en ligne, ces investisseurs ont contourné Wall  
L'infrastructure coûteuse de recherche, de conseil et de commerce de Street. Malheureusement,  
de nombreux bricoleurs ont affirmé leur indépendance juste avant  
le pire marché baissier depuis la Grande Dépression - les faisant se sentir,  
à la fin, qu'ils étaient fous d'avoir fait cavalier seul. Ce n'est pas nécessairement vrai, bien sûr ;  
personnes qui déléguaient chaque décision à un  
l'agent de change a également perdu de l'argent.

Mais de nombreux investisseurs sont rassurés par l'expérience, le jugement,  
et un deuxième avis qu'un bon conseiller financier peut fournir. Quelques  
les investisseurs peuvent avoir besoin d'un étranger pour leur montrer quel taux de rendement ils  
besoin de gagner sur leurs investissements, ou combien d'argent supplémentaire ils  
ont besoin d'épargner pour atteindre leurs objectifs financiers. D'autres peuvent simplement  
bénéficier d'avoir quelqu'un d'autre à blâmer lorsque leurs investissements vont  
vers le bas; de cette façon, au lieu de vous battre dans une agonie de doute de soi, vous pouvez  
critiquer quelqu'un qui peut généralement le défendre ou  
elle-même et vous encourager en même temps. Cela peut fournir juste le  
un coup de pouce psychologique dont vous avez besoin pour continuer à investir régulièrement à la fois

lorsque le cœur des autres investisseurs peut leur faire défaut. Dans l'ensemble, tout comme il n'y a aucune raison pour que vous ne puissiez pas gérer votre propre portefeuille, il n'y a pas de honte à demander l'aide d'un professionnel pour le gérer.<sup>1</sup>

Comment savoir si vous avez besoin d'un coup de main ? Voici quelques signaux :

Grosses pertes. Si votre portefeuille a perdu plus de 40 % de sa valeur entre le début de 2000 et la fin de 2002, alors vous avez fait encore pire que la piètre performance du marché boursier lui-même. Peu importe que vous l'ayez gâché en étant paresseux, téméraire ou simplement malchanceux ; après une perte aussi énorme, votre portefeuille a besoin d'aide.

Des budgets en berne. Si vous avez constamment du mal à joindre les deux bouts, si vous ne savez pas où va votre argent, si vous ne parvenez pas à économiser régulièrement et si vous ne parvenez pas à payer vos factures à temps, vos finances sont hors de contrôle. Un conseiller peut vous aider à maîtriser votre argent en concevant un plan financier complet qui indiquera comment et combien vous devriez dépenser, emprunter, épargner et investir.

Portefeuilles chaotiques. Trop d'investisseurs pensaient qu'ils étaient diversifiés à la fin des années 1990 parce qu'ils possédaient 39 actions Internet « différentes », ou sept fonds d'actions de croissance américains « différents ». Mais c'est comme penser qu'un chœur entièrement soprano peut mieux gérer le chant « Old Man River » qu'un soliste soprano. Peu importe le nombre de sopra nos que vous ajoutez, ce chœur ne pourra jamais clouer toutes ces notes basses jusqu'à ce que certains barytons rejoignent le groupe. De même, si tous vos avoirs augmentent et diminuent ensemble, il vous manque l'harmonie d'investissement qu'apporte une véritable diversification. Un plan professionnel de « répartition de l'actif » peut vous aider.

Changements majeurs. Si vous êtes devenu travailleur indépendant et que vous devez mettre en place un plan de retraite, que vos parents vieillissants n'ont pas leurs finances en ordre ou que l'université pour vos enfants semble inabordable, un conseiller peut non seulement vous apporter la tranquillité d'esprit, mais vous aider à faire de véritables améliorations de la qualité de votre vie. De plus, un professionnel qualifié peut s'assurer que vous bénéficiez et respectez l'incroyable complexité des lois fiscales et des règles de retraite.

## **FAITES CONFIANCE, PUIS VÉRIFIEZ**

N'oubliez pas que les escrocs financiers prospèrent en vous incitant à leur faire confiance et en vous dissuadant d'enquêter sur eux. Avant de placer

---

<sup>1</sup> Pour une discussion particulièrement approfondie de ces questions, voir Walter Updegrave, « Advice on Advice », *Money*, janvier 2003, pp. 53–55.

vosre avenir financier entre les mains d'un conseiller, il est impératif que vous trouviez quelqu'un qui non seulement vous met à l'aise, mais dont l'honnêteté est sans reproche. Comme le disait Ronald Reagan : « Faites confiance, puis vérifiez ». Commencez par penser à la poignée de personnes que vous connaissez le mieux et en qui vous avez le plus confiance. Ensuite, demandez-leur s'ils peuvent vous référer à un conseiller en qui ils ont confiance et qui, selon eux, offre un bon rapport qualité-prix. Un vote de confiance de la part d'une personne que vous admirez est un bon début<sup>2</sup>. Une fois que vous avez le nom du conseiller et de son cabinet, ainsi que sa spécialité, est-il un courtier en valeurs mobilières ? planificateur financier ? comptable ? agent d'assurance ?—vous pouvez commencer votre diligence raisonnable. Entrez le nom du conseiller et de son entreprise dans un moteur de recherche Internet comme Google pour voir si quelque chose apparaît (faites attention aux termes comme «yamendeŷ», «ŷplainteŷ», «ŷpoursuiteŷ», «ŷaction disciplinaireŷ» ou «ŷsuspensionŷ» ). Si le conseiller est un courtier en valeurs mobilières ou un agent d'assurance, contactez le bureau du commissaire aux valeurs mobilières de votre État (un répertoire pratique de liens en ligne est disponible sur [www.nasaa.org](http://www.nasaa.org)) pour demander si des mesures disciplinaires ou des plaintes de clients ont été déposées contre le conseiller.<sup>3</sup> Si vous envisagez un comptable qui exerce également la fonction de conseiller financier, les régulateurs comptables de votre État (que vous pouvez trouver par l'intermédiaire de la National Association of State Boards of Accountancy à l'adresse [www.nasba.org](http://www.nasba.org)) vous diront si son dossier est nettoyé.

Les planificateurs financiers (ou leurs entreprises) doivent s'inscrire auprès des États-Unis Securities and Exchange Commission ou autorités de réglementation des valeurs mobilières de l'État dans lequel elles pratiquent. Dans le cadre de cette inscription, le conseiller doit déposer un document en deux parties appelé Formulaire ADV. Vous devriez pouvoir le voir et le télécharger sur [www.advisorinfo.sec.gov](http://www.advisorinfo.sec.gov), [www.iard.com](http://www.iard.com), ou le site Web de votre organisme de réglementation des valeurs mobilières d'État. Portez une attention particulière aux pages de rapport de divulgation, où le conseiller doit divulguer toute mesure disciplinaire prise par les régulateurs. (Parce que sans scrupule

---

<sup>2</sup> Si vous ne parvenez pas à obtenir une recommandation d'une personne en qui vous avez confiance, vous pourrez peut-être trouver un planificateur financier payant uniquement via [www.napfa.org](http://www.napfa.org) (ou [www.feeonly.org](http://www.feeonly.org)), dont les membres sont généralement tenus à des normes élevées de service et d'intégrité.

<sup>3</sup> En soi, une réclamation client ne suffit pas à disqualifier un conseiller de votre considération ; mais un modèle persistant de plaintes est. Et une action disciplinaire par les régulateurs étatiques ou fédéraux vous dit généralement de trouver un autre conseiller. Une autre source pour vérifier le dossier d'un courtier est <http://pdpi.nasdr.com/PDPI>.

Certains conseillers sont connus pour supprimer ces pages avant de remettre un ADV à un client potentiel, vous devriez obtenir indépendamment votre propre copie complète.) C'est une bonne idée de vérifier le dossier d'un planificateur financier sur [www.cfp-board.org](http://www.cfp-board.org), car certains planificateurs qui ont été disciplinés en dehors de leur pays d'origine peuvent tomber entre les mailles du filet réglementaire. Pour plus de conseils sur la diligence raisonnable, consultez l'encadré ci-dessous.

### MOT D'AVERTISSEMENT

Le besoin de diligence raisonnable ne s'arrête pas une fois que vous avez embauché un conseiller. Melanie Senter Lubin, commissaire aux valeurs mobilières de l'État du Maryland, suggère d'être sur ses gardes pour les mots et les phrases qui peuvent causer des problèmes. Si votre conseiller n'arrête pas de les dire – ou de vous tordre le bras pour faire quelque chose qui vous met mal à l'aise – « alors contactez très rapidement les autorités », prévient Lubin. Voici le genre de jargon qui devrait déclencher des sonnettes d'alarme :

"offshore"

"l'opportunité d'une vie"

"banque de choix"

"Ce bébé va bouger."

"garanti"

"Vous devez vous dépêcher."

"C'est une chose sûre."

"notre modèle

informatique propriétaire"

"L'argent intelligent l'achète."

"stratégie d'options"

"C'est une évidence."

"Vous ne pouvez pas vous permettre de ne pas le posséder."

"Nous pouvons battre le

marché."

« Vous serez désolé si vous ne le faites pas. . . »

"exclusif"

"Vous devriez vous concentrer sur

les performances, pas sur les frais."

"Tu ne veux pas être riche ?"

"ne peut pas perdre"

"L'avantage est énorme."

"Il n'y a pas d'inconvénient."

"Je mets ma mère dedans."

"Fais-moi

confiance." "trading de matières

premières" "rendements

mensuels" "stratégie active

d'allocation d'actifs"

"Nous pouvons limiter

votre inconvénient."

"Personne d'autre ne sait comment

pour faire ça."

## APPRENDRE À VOUS CONNAÎTRE

Un important bulletin d'information sur la planification financière a récemment sollicité des dizaines de conseillers pour avoir leur avis sur la façon dont vous devriez procéder pour les interroger<sup>4</sup>. Lors de la sélection d'un conseiller, vos objectifs devraient être les suivants:

- déterminer s'il se soucie d'aider les clients ou s'il se contente de passer par les étapes
- établir s'il ou elle comprend les principes fondamentaux de l'investissement tels qu'ils sont décrits dans ce livre
- évaluer s'il ou elle est suffisamment éduqué, formé et expérimenté pour vous aider.

Voici quelques-unes des questions que d'éminents planificateurs financiers ont recommandé à tout client potentiel de poser: Pourquoi êtes-vous dans ce secteur? Quel est l'énoncé de mission de votre entreprise? A part votre réveil, qu'est-ce qui vous fait vous lever le matin ?

Quelle est votre philosophie d'investissement ? Utilisez-vous des actions ou des fonds communs de placement? Utilisez-vous l'analyse technique? Utilisez-vous le market timing ? (Un «oui» à l'une des deux dernières questions est un signal «non» pour vous.)

Vous concentrez-vous uniquement sur la gestion d'actifs ou donnez-vous également des conseils en matière de fiscalité, de planification successorale et de retraite, de budgétisation et de gestion des dettes, et d'assurances? En quoi votre formation, votre expérience et vos titres vous qualifient-ils pour donner ce genre de conseils financiers? 5

Quels besoins vos clients ont-ils généralement en commun? Comment pouvez-vous m'aider à atteindre mes objectifs ? Comment allez-vous suivre et signaler mes progrès? Fournissez-vous une liste de contrôle que je peux utiliser pour surveiller la mise en œuvre de tout plan financier que nous élaborons?

4 Robert Veres, rédacteur en chef et éditeur du bulletin Inside Information, a généreusement partagé ces réponses pour ce livre. D'autres listes de questions sont disponibles sur [www.cfp-board.org](http://www.cfp-board.org) et [www.napfa.org](http://www.napfa.org).

5 Des titres comme le CFA, le CFP ou le CPA vous indiquent que le conseiller a suivi et réussi un programme d'études rigoureux. (La plupart des autres «souples alphabétiques» de titres de compétences brandis par les planificateurs financiers, y compris le «CFM» ou le «CMFC», signifient très peu.) Plus important encore, en contactant l'organisme qui décerne le titre, vous pouvez vérifier son dossier et vérifier qu'il n'a pas été sanctionné pour violation des règles ou de l'éthique.

Comment choisissez-vous les investissements ? Selon vous, quelle approche d'investissement est la plus fructueuse et quelles preuves pouvez-vous me montrer que vous avez obtenu ce genre de succès pour vos clients? Que faites-vous lorsqu'un investissement donne de mauvais résultats pendant une année entière? (Tout conseiller qui répond «vendre» ne vaut pas la peine d'être embauché.)

Lorsque vous recommandez des investissements, acceptez-vous une quelconque forme de compensation de la part d'un tiers? Pourquoi ou pourquoi pas? Dans quelles circonstances ? Combien, en dollars réels, estimez-vous que je paierais pour vos services la première année? Qu'est-ce qui ferait augmenter ou diminuer ce nombre au fil du temps? (Si les frais consomment plus de 1 % de vos actifs par an, vous devriez probablement magasiner pour un autre conseiller.<sup>6</sup> )

Combien de clients avez-vous et à quelle fréquence communiquez-vous avec eux? Quelle est la réalisation dont vous êtes le plus fier pour un client? Quelles caractéristiques partagent vos clients préférés? Quelle est la pire expérience que vous ayez eue avec un client et comment l'avez-vous résolue? Qu'est-ce qui détermine si un client s'adresse à vous ou à votre personnel de soutien?

Combien de temps les clients restent-ils généralement chez vous?

Puis-je voir un exemple de relevé de compte? (Si vous ne comprenez pas, demandez au conseiller de vous l'expliquer. Si vous ne comprenez pas son explication, il n'est pas fait pour vous.)

Vous considérez-vous comme une réussite financière? Pourquoi? Comment définissez-vous le succès financier?

Selon vous, quel est le rendement annuel moyen réalisable sur mes investissements? (Tout ce qui dépasse 8% à 10% est irréaliste.)

Pouvez-vous me fournir votre curriculum vitae, votre formulaire ADV et au moins trois références? (Si le conseiller ou son cabinet est tenu de déposer une ADV et qu'il ne vous en fournira pas de copie, levez-vous et partez - et gardez une main sur votre portefeuille pendant que vous partez.)

Avez-vous déjà eu une plainte officielle déposée contre vous? Pourquoi le dernier client qui vous a viré l'a-t-il fait ?

---

6 Si vous avez moins de 100 000 \$ à investir, vous ne pourrez peut-être pas trouver de conseiller financier qui s'occupera de votre compte. Dans ce cas, achetez un panier diversifié de fonds indiciels à faible coût, suivez les conseils comportementaux tout au long de ce livre, et votre portefeuille devrait éventuellement atteindre le niveau auquel vous pouvez vous permettre un conseiller.



## **VAINCRA VOTRE PIRE ENNEMI**

Enfin, gardez à l'esprit que les grands conseillers financiers ne poussent pas sur les arbres. Souvent, les meilleurs ont déjà autant de clients qu'ils peuvent gérer et peuvent être disposés à vous embaucher uniquement si vous semblez être un bon partenaire. Ils vous poseront donc également des questions difficiles, notamment :

Pourquoi pensez-vous avoir besoin d'un conseiller financier ?

Quels sont tes projets à long terme ?

Quelle a été votre plus grande frustration dans vos relations avec d'autres conseillers (y compris vous-même) ?

Avez-vous un budget ? Vivez-vous selon vos moyens ? Quel pourcentage de vos actifs dépensez-vous chaque année ?

Quand nous regarderons en arrière dans un an, de quoi aurai-je besoin accompli pour que vous soyez satisfait de vos progrès ?

Comment gérez-vous les conflits ou les désaccords ?

Comment avez-vous réagi émotionnellement au marché baissier qui a commencé en 2000 ?

Quelles sont vos pires craintes financières ? Vos plus grands espoirs financiers ?

Quel taux de rendement de vos investissements considérez-vous raisonnable ? (Basez votre réponse sur le chapitre 3.)

Un conseiller qui ne pose pas de questions comme celles-ci – et qui ne s'intéresse pas suffisamment à vous pour sentir intuitivement quelles autres questions vous considérez comme les bonnes – n'est pas un bon candidat.

Par-dessus tout, vous devez faire suffisamment confiance à votre conseiller pour lui permettre de vous protéger de votre pire ennemi : vous-même. "Vous embauchez un conseiller", explique le commentateur Nick Murray, "pas pour gérer de l'argent mais pour vous gérer."

"Si le conseiller est une ligne de défense entre vous et vos pires tendances impulsives", explique l'analyste en planification financière Robert Veres, "alors il ou elle devrait avoir des systèmes en place qui vous aideront à les contrôler tous les deux." Parmi ces systèmes :

- un plan financier complet qui décrit comment vous gagnerez, épargnez, dépensez, empruntez et investissez votre argent;
- un énoncé de politique de placement qui énonce vos fondamentaux d'investissement;
- un plan de répartition de l'actif qui détaille combien d'argent vous conserverez dans différentes catégories d'investissement.

Ce sont les éléments de base sur lesquels de bonnes décisions financières doivent être fondées, et ils doivent être créés mutuellement - par vous et le conseiller - plutôt qu'imposés unilatéralement. Vous ne devriez pas investir un dollar ou prendre une décision tant que vous n'êtes pas convaincu que ces fondations sont en place et conformes à vos souhaits.

## CHAPITRE 11

### *Analyse de sécurité pour l'investisseur profane<sup>2</sup>:*

#### *Approche générale*

L'analyse financière est aujourd'hui une profession ou une semi-profession bien établie et florissante. Les différentes sociétés d'analystes qui composent la Fédération nationale des analystes financiers comptent plus de 13 000 membres, dont la plupart vivent de cette branche de l'activité mentale. Les analystes financiers ont des manuels, un code de déontologie et un journal trimestriel.\* Ils ont aussi leur part de problèmes non résolus. Ces dernières années, on a eu tendance à remplacer le concept général d'« analyse de sécurité » par celui d'« analyse financière ». Cette dernière expression a une implication plus large et convient mieux pour décrire le travail de la plupart des analystes seniors de Wall Street. Il serait utile de penser que l'analyse des titres se limite à peu près à l'examen et à l'évaluation des actions et des obligations, alors que l'analyse financière comprendrait ce travail, plus la détermination de la politique d'investissement (sélection du portefeuille), plus une quantité substantielle d'informations économiques générales. Dans ce chapitre, nous utiliserons la désignation la plus appropriée, en mettant l'accent sur le travail de

L'analyste de la sécurité traite du passé, du présent et de l'avenir d'un problème de sécurité donné. Il décrit l'entreprise; il résume ses résultats d'exploitation et sa situation financière; il expose ses points forts et ses points faibles, ses possibilités et ses risques; il estime sa capacité bénéficiaire future sous diverses hypothèses, ou en tant que

---

\* La Fédération Nationale des Analystes Financiers est désormais l'Association pour la Gestion et la Recherche en Investissements; sa publication de recherche « trimestrielle », le Financial Analysts Journal, paraît désormais tous les deux mois.

"meilleure estimation." Il fait des comparaisons élaborées de diverses entreprises, ou de la même entreprise à différents moments. Enfin, il exprime une opinion quant à la sécurité de l'émission, s'il s'agit d'une obligation ou d'une action privilégiée de qualité supérieure, ou quant à son attrait en tant qu'achat, s'il est une action ordinaire.

En faisant toutes ces choses, l'analyste de la sécurité se sert d'un nombre de techniques, allant des plus élémentaires aux plus abstrus. Il peut modifier substantiellement les chiffres du comptes annuels de l'entreprise, même s'ils portent le sacré *l'imprimatur* de l'expert-comptable. Il est à l'affût en particulier pour les éléments de ces rapports qui peuvent signifier beaucoup plus ou moins qu'ils ne le disent.

L'analyste de sécurité élabore et applique des normes de sécurité en dont nous pouvons conclure si une obligation donnée ou une action privilégiée peut être qualifié de suffisamment solide pour justifier un achat en vue d'un investissement. Ces normes portent principalement sur les gains moyens antérieurs, mais elles concernent également la structure du capital, le fonds de roulement, les actifs valeurs et d'autres questions.

Lorsqu'il traite des actions ordinaires, l'analyste des valeurs mobilières jusqu'à récemment n'a que rarement appliqué des normes de valeur aussi bien définies tout comme ses normes de sécurité pour les obligations et les actions privilégiées. La plupart du temps, il se contentait d'un résumé des performances passées, d'une prévision plus ou moins générale de l'avenir - avec un accent particulier sur les 12 prochains mois - et d'un choix assez arbitraire. conclusion. Ce dernier était, et est toujours, souvent dessiné avec un œil sur le symbole boursier ou les graphiques du marché. Au cours des dernières années, cependant, les analystes en exercice ont accordé beaucoup d'attention à la problème de la valorisation des valeurs de croissance. Beaucoup d'entre eux se sont vendus à un tel des prix élevés par rapport aux revenus passés et actuels que ceux qui les recommandent se sont sentis particulièrement obligés de justifier leur achat par des projections assez précises des revenus attendus en cours d'exécution assez loin dans le futur. Certaines techniques mathématiques d'un sorte assez sophistiquée ont forcément été invoquées pour soutenir le les évaluations sont arrivées.

Nous traiterons de ces techniques, sous une forme abrégée, un peu plus tard. Cependant, nous devons souligner ici un paradoxe gênant, c'est que les valorisations mathématiques sont devenues les plus répandues précisément dans les domaines où l'on pourrait les considérer moins fiable. Car plus l'évaluation devient dépendante de

des anticipations de l'avenir - et moins il est lié à un chiffre démontré par des performances passées - plus il devient vulnérable à d'éventuelles erreurs de calcul et à de graves erreurs. Une grande partie de la valeur trouvée pour un stock de croissance à multiplicateur élevé est dérivée de projections futures qui diffèrent sensiblement des performances passées, sauf peut-être dans le taux de croissance lui-même. Ainsi, on peut dire que les analystes de la sécurité se trouvent aujourd'hui obligés de devenir plus mathématiques et «scientifiques» dans les situations mêmes qui se prêtent le moins bien à un traitement exact.\*

Poursuivons néanmoins notre discussion sur les éléments et les techniques les plus importants de l'analyse de la sécurité. Le présent traitement très condensé est orienté vers les besoins de l'investisseur non professionnel. Au minimum, il doit comprendre de quoi parle l'analyste de la sécurité et de quoi il parle; au-delà de cela, il devrait être équipé, si possible, pour faire la distinction entre l'analyse superficielle et l'analyse solide.

L'analyse des titres pour l'investisseur profane est considérée comme le début

---

\* Plus le taux de croissance que vous projetez est élevé et plus la période future sur laquelle vous le projetez est longue, plus votre prévision devient sensible à la moindre erreur. Si, par exemple, vous estimez qu'une entreprise gagnant 1 \$ par action peut augmenter ce bénéfice de 15 % par an pendant les 15 prochaines années, ses bénéfices se retrouveraient à 8,14 \$. Si le marché évalue l'entreprise à 35 fois ses bénéfices, l'action terminerait la période à environ 285 \$. Mais si les bénéfices augmentent de 14 % au lieu de 15 %, l'entreprise gagnerait 7,14 \$ à la fin de la période et, sous le choc de ce manque à gagner, les investisseurs ne seraient plus disposés à payer 35 fois les bénéfices. À, disons, 20 fois les bénéfices, l'action se retrouverait autour de 140 \$ par action, soit plus de 50 % de moins. Parce que les mathématiques avancées donnent une apparence de précision au processus intrinsèquement douteux de prévision de l'avenir, les investisseurs doivent être très sceptiques à l'égard de quiconque prétend détenir une clé informatique complexe pour résoudre des problèmes financiers de base.

Comme l'a dit Graham : « En 44 ans d'expérience et d'études à Wall Street, je n'ai jamais vu de calculs fiables effectués sur les valeurs des actions ordinaires ou les politiques d'investissement connexes, qui allaient au-delà de la simple arithmétique ou de l'algèbre la plus élémentaire. Chaque fois que le calcul est introduit, ou l'algèbre supérieure, vous pouvez le prendre comme un signal d'avertissement que l'opérateur essaie de substituer la théorie à l'expérience, et généralement aussi pour donner à la spéculation l'apparence trompeuse de l'investissement. (Voir p. 570.)

avec l'interprétation du rapport financier annuel d'une entreprise. C'est un sujet que nous avons couvert pour les profanes dans un livre séparé, intitulé *L'interprétation des états financiers*, sur des principes et des attitudes plutôt que sur des informations et des descriptions. Passons à deux questions fondamentales qui sous-tendent la sélection des investissements. Quels sont les principaux tests de sécurité d'une obligation de société ou d'une action privilégiée? Quels sont les principaux facteurs entrant dans l'évaluation d'une action ordinaire?

### **Analyse des obligations**

La branche la plus fiable et donc la plus respectable de l'analyse des titres se préoccupe de la sécurité, ou de la qualité, des émissions d'obligations et des actions privilégiées de qualité supérieure. Le principal critère utilisé pour les obligations d'entreprises est le nombre de fois que les charges d'intérêts totales ont été couvertes par les bénéfices disponibles pendant quelques années dans le passé. Dans le cas des actions privilégiées, il s'agit du nombre de fois où les intérêts sur les obligations et les dividendes privilégiés combinés ont été couverts.

Les normes exactes appliquées varieront selon les différentes autorités. Les tests étant au fond arbitraires, il n'existe aucun moyen de déterminer précisément les critères les plus adaptés. Dans la révision de 1961 de notre manuel, *Security Analysis*, nous recommandons certaines normes de « couverture », qui apparaissent dans le tableau 11-1.\* Notre test de base est appliqué uniquement aux résultats *moyens* pour une période d'années. D'autres autorités exigent également qu'une couverture *minimale* soit indiquée pour chaque année considérée. Nous approuvons un test de "l'année la plus pauvre"

---

\* En 1972, un investisseur en obligations de sociétés n'avait d'autre choix que de constituer son propre portefeuille. Aujourd'hui, environ 500 fonds communs de placement investissent dans des obligations de sociétés, créant ainsi un ensemble pratique et bien diversifié de titres. Puisqu'il n'est pas possible de constituer seul un portefeuille d'obligations diversifié à moins d'avoir au moins 100 000 \$, l'investisseur intelligent type aura tout intérêt à simplement acheter un fonds obligataire à faible coût et à laisser le travail minutieux de la recherche de crédit à ses gestionnaires. Pour en savoir plus sur les fonds obligataires, voir le commentaire du chapitre 4.

**TABLEAU 11-1 «Couverture» minimale recommandée pour les obligations et actions privilégiées***A. Pour les obligations de qualité supérieure*

Ratio minimum des gains sur le total des charges fixes :

Type d'entreprise	Avant impôts sur le revenu Alternative Alternative		Après impôts sur le revenu	
	du passé 7 ans "l'année la plus pauvre"	mesuré par du passé mesuré par 7 ans "l'année la plus pauvre"	du passé mesuré par 7 ans "l'année la plus pauvre"	du passé mesuré par 7 ans "l'année la plus pauvre"
Utilité publique				
en fonctionnement				
compagnie	4 fois	3 fois	2,65 fois	2,10 fois
Chemin de fer	5	4	3.20	2,65
Industriel		5	4h30	3.20
Commerce de détail	5	4	3.20	2,65

*B. Pour les actions privilégiées de qualité investissement*

Les mêmes chiffres minimaux que ci-dessus doivent être indiqués par le rapport entre le résultat *avant* impôt sur le revenu et la somme des charges fixes plus deux fois les dividendes privilégiés.

REMARQUE : L'inclusion du double des dividendes privilégiés tient compte du fait que les dividendes privilégiés ne sont pas déductibles de l'impôt sur le revenu, alors que les frais d'intérêts sont ainsi déductibles.

*C. Autres catégories d'obligations et d'actions privilégiées*

Les normes ci-dessus ne sont pas applicables aux (1) sociétés holding d'utilité publique, (2) sociétés financières, (3) sociétés immobilières.

Les exigences pour ces groupes spéciaux sont omises ici.

comme *alternative* au test de la moyenne sur sept ans ; il suffirait que l'obligation ou l'action privilégiée remplisse l'un ou l'autre de ces critères.

On peut objecter que la forte augmentation des taux d'intérêt obligataires depuis 1961 justifierait une réduction compensatoire de la couverture des frais requis. Évidemment, il serait beaucoup plus difficile pour un entreprise industrielle à afficher une couverture d'intérêt multipliée par sept charges à 8 % qu'à 41 % 2 %. Pour faire face à cette nouvelle situation, nous suggérer une exigence alternative liée au pourcentage gagné sur

le montant *principal* de la dette. Ces chiffres pourraient être de 33 % avant impôts pour une entreprise industrielle, 20 % pour un service public et 25 % pour un chemin de fer. Rappelons ici que le taux effectivement payé par la plupart des entreprises sur leur dette totale est largement inférieur aux chiffres actuels de 8%, puisqu'elles bénéficient d'émissions plus anciennes à coupons plus faibles. L'exigence de «l'année la plus mauvaise» pourrait être fixée à environ les deux tiers de l'exigence de sept ans.

En plus du critère de couverture des gains, un certain nombre d'autres sont généralement appliqués. Il s'agit notamment des éléments suivants:

1. *Taille de l'entreprise.* Il existe une norme minimale en termes de volume d'affaires pour une société – variant selon les industries, les services publics et les chemins de fer – et de population pour une municipalité.

2. *Ratio actions/fonds propres.* Il s'agit du rapport entre le prix du marché des émissions d'actions junior\* et le montant nominal total de la dette, ou la dette plus les actions privilégiées. Il s'agit d'une mesure approximative de la protection, ou « coussin », offerte par la présence d'un investissement junior qui doit d'abord supporter le poids d'évolutions défavorables. Ce facteur inclut l'appréciation par le marché des perspectives d'avenir de l'entreprise.

3. *Valeur de la propriété.* Les valeurs des actifs, telles qu'elles figurent au bilan ou telles qu'évaluées, étaient autrefois considérées comme la principale sécurité et protection d'une émission obligataire. L'expérience a montré que, dans la plupart des cas, la sécurité réside dans la capacité de gain, et si celle-ci est insuffisante, les actifs perdent la majeure partie de leur valeur supposée. Les valeurs des actifs conservent cependant leur importance en tant que test distinct de la sécurité suffisante pour les obligations et les actions privilégiées dans trois groupes d'entreprises: les services publics (car les taux peuvent dépendre en grande partie de l'investissement immobilier), les entreprises immobilières et les sociétés d'investissement.

À ce stade, l'investisseur averti devrait se demander: "Dans quelle mesure les tests de sécurité mesurés par les performances passées et présentes sont-ils fiables, compte tenu du fait que le paiement des intérêts et du principal dépend de ce que l'avenir apportera?" La réponse peut être fondée

---

\* Par "émissions d'actions juniors", Graham entend des actions ordinaires. Les actions privilégiées sont considérées comme «senior» par rapport aux actions ordinaires, car la société doit verser tous les dividendes sur les actions privilégiées avant de verser des dividendes sur les actions privilégiées. commun.



uniquement sur l'expérience. L'historique des investissements montre que les obligations et les actions privilégiées qui ont satisfait à des tests de sécurité rigoureux, basés sur le passé, ont pu, dans la grande majorité des cas, affronter avec succès les vicissitudes de l'avenir. Cela a été démontré de manière frappante dans le domaine majeur des obligations de chemin de fer - un domaine qui a été marquée par une fréquence calamiteuse de faillites et de graves pertes. Dans presque tous les cas, les routes qui ont eu des problèmes avaient longtemps été surchargé, avait montré une couverture inadéquate des charges en période de prospérité moyenne, et aurait donc été écartée par les investisseurs qui ont appliqué des tests de sécurité stricts. Inversement, pratiquement toutes les routes qui ont satisfait à de tels tests ont échappé embarras. Notre prémisse a été étonnamment justifiée par la histoire financière des nombreux chemins de fer réorganisés dans les années 1940 et en 1950. Tous, à une exception près, ont commencé leur carrière avec des charges fixes réduites à tel point que la couverture actuelle des les exigences en matière d'intérêts fixes étaient suffisantes, ou du moins respectables. La l'exception était le New Haven Railroad, qui dans sa réorganisation l'année 1947, n'a gagné ses nouvelles charges qu'environ 1,1 fois. En conséquence, alors que toutes les autres routes pouvaient passer plutôt des moments difficiles avec une solvabilité intacte, le New Haven a rechuté en tutelle (pour la troisième fois) en 1961.

Dans le chapitre 17 ci-dessous, nous examinerons certains aspects de la faillite du Penn Central Railroad, qui a ébranlé la situation financière. communauté en 1970. Un fait élémentaire dans ce cas était que le la couverture des charges fixes ne répondait pas aux normes conservatrices car dès 1965; par conséquent, un investisseur obligataire prudent aurait évité ou liquidé les émissions obligataires du système bien avant son effondrement financier.

Nos observations sur l'adéquation du dossier passé pour juger la sécurité future s'appliquent, et plus encore, au public les services publics, qui constituent un domaine majeur d'investissement obligataire. Mise sous séquestre d'une entreprise de services publics (électrique) solidement capitalisée ou système est presque impossible. Depuis l'institution du contrôle de la Securities and Exchange Commission\*, parallèlement à l'éclatement de la plupart des

---

\* Après que les investisseurs ont perdu des milliards de dollars sur les actions de sociétés de services publics imprudemment assemblées en 1929-1932, le Congrès a autorisé la SEC à réglementer l'émission d'actions de services publics sous la Public Utility Holding Company Act de 1935.