

incroyable comment, dans une atmosphère complètement différente de réglementation et d'interdictions, Wall Street a pu reproduire autant d'excès et d'erreurs des années 1920.

Nul doute qu'il y aura de nouvelles réglementations et de nouvelles interdictions. Les abus spécifiques de la fin des années 1960 seront assez bien bannis de Wall Street. Mais c'est probablement trop s'attendre à ce que l'envie de spéculer disparaisse un jour, ou que l'exploitation de cette envie puisse jamais être abolie. Cela fait partie de l'armement de l'investisseur intelligent que de connaître ces « illusions populaires extraordinaires »⁴ et de s'en tenir le plus loin possible.

Le bilan de la plupart des fonds de performance est plutôt médiocre si l'on part de leur spectaculaire record de 1967. Chiffres de 1967 compris, leur performance globale n'est pas du tout catastrophique. Sur cette base, l'un des opérateurs "The Money Managers" a fait un peu mieux que l'indice composite S & P, trois ont fait nettement moins bien et six ont fait à peu près la même chose. Prenons comme test un autre groupe de fonds de performance, les dix qui ont fait les meilleurs résultats en 1967, avec des gains allant de 84 % à 301 % cette seule année. Parmi ceux-ci, quatre ont donné une meilleure performance globale sur quatre ans que l'indice S & P, si l'on inclut les gains de 1967 ; et deux ont excellé l'indice en 1968-1970. Aucun de ces fonds n'était important et la taille moyenne était d'environ 60 millions de dollars. Ainsi, il y a une forte indication que la petite taille est un facteur nécessaire pour obtenir des résultats exceptionnels continus.

L'exposé qui précède contient la conclusion implicite qu'il peut y avoir des risques particuliers liés à la recherche d'une performance supérieure par les gestionnaires de fonds d'investissement. Jusqu'à présent, toute l'expérience financière indique que des fonds importants, bien gérés, ne peuvent produire au mieux que des résultats légèrement supérieurs à la moyenne au fil des années. S'ils sont mal gérés, ils peuvent produire des profits spectaculaires, mais largement illusoires, pendant un certain temps, suivis inévitablement de pertes calamiteuses. Il y a eu des cas de fonds qui ont régulièrement surperformé les moyennes du marché pendant, disons, dix ans ou plus. Mais ceux-ci ont été de rares exceptions, ayant la plupart de leurs opérations dans des domaines spécialisés, avec des limites auto-imposées sur le capital utilisé - et non activement vendus au public.*

* L'équivalent actuel des « rares exceptions » de Graham sont généralement des fonds ouverts fermés aux nouveaux investisseurs, ce qui signifie que les gestionnaires ont

Fonds fermés versus fonds ouverts

Presque tous les fonds communs de placement ou fonds ouverts, qui offrent à leurs titulaires le droit d'encaisser leurs actions à l'évaluation quotidienne du portefeuille, disposent d'un mécanisme correspondant de vente d'actions nouvelles. Par ce moyen, la plupart d'entre eux ont grandi en taille au fil des ans. Les sociétés fermées, qui ont presque toutes été organisées il y a longtemps, ont une structure de capital fixe et ont donc diminué en importance relative en dollars. Les sociétés ouvertes sont vendues par plusieurs milliers de vendeurs énergiques et persuasifs, les actions fermées n'ont personne particulièrement intéressé à les distribuer. Par conséquent, il a été possible de vendre la plupart des «fonds communs de placement» au public moyennant une prime fixe d'environ 9% au-dessus de la valeur nette d'inventaire (pour couvrir les commissions des vendeurs, etc.), tandis que la majorité des actions fermées ont toujours pu être obtenues à *inférieure* à leur valeur patrimoniale. Cette remise de prix a varié d'une entreprise à l'autre, et la remise moyenne pour l'ensemble du groupe a également varié d'une date à l'autre. Les chiffres sur ce point pour 1961-1970 sont donnés dans le tableau 9-3.

Il n'est pas nécessaire d'être très avisé pour soupçonner que le prix relatif inférieur des actions fermées par rapport aux actions ouvertes a très peu à voir avec la différence des résultats d'investissement globaux entre les deux groupes. Que cela est vrai est indiqué par la comparaison des résultats annuels pour 1961-1970 des deux groupes inclus dans le tableau 9-3.

Nous arrivons ainsi à l'une des rares règles clairement évidentes pour les choix des investisseurs. Si vous souhaitez placer de l'argent dans des fonds d'investissement, achetez un groupe d'actions fermées avec une décote de, disons, 10% à 15% de la valeur de l'actif, au lieu de payer une prime d'environ 9% au-dessus de la valeur de l'actif pour les actions d'une société à durée indéterminée. En supposant que les dividendes futurs et les variations de la valeur des actifs restent à peu près les mêmes pour les deux groupes, vous obtiendrez ainsi environ un cinquième de plus pour votre argent des actions fermées.

Le vendeur de fonds communs de placement s'efforcera de contrer avec le

cessé de prendre plus d'argent. Bien que cela réduise les frais de gestion qu'ils peuvent gagner, cela maximise les rendements que leurs actionnaires existants peuvent gagner.

Parce que la plupart des gestionnaires de fonds préfèrent rechercher le n° 1 plutôt que d'être le n° 1, fermer un fonds à de nouveaux investisseurs est une étape rare et courageuse.

TABLEAU 9-3 Certaines données sur les fonds à capital fixe, mutuelles
Fonds et indice composé S & P

An	Moyen Remise de Fermé Fonds	Moyen Résultats de Fermé Finance un	Moyen Résultats de Mutuel Stocker Fondsb	Résultats de S&P Indexc
1970	- 6%	même	- 5,3 %	+ 3,5 %
1969		- 7,9 %	-12,5	- 8,3
1966 (-12) 1968 11 1969 4 5		+13,3	+15,4	+10,4
10 1963 - 8 1962 - 4 1961		+28,2 -	+37,2 -	+23,0
		5,9	4,1	-10,1
		+14,0	+24,8	+12,2
		+16,9	+13,6	+14,8
		+20,8 -	+19,3 -	+24,0
		11,6	14,6	- 8,7
		+23,6 +	+25,7 +	+27,0
Moyenne de 10 chiffres annuels :		9,14 %	9,95 %	+ 9,79 %

une moyenne Wiesenberger de dix sociétés diversifiées.

^b

Moyenne de cinq moyennes Wiesenberger des fonds d'actions ordinaires chaque année.

^c Dans tous les cas, les distributions sont rajoutées.

^{re} Prime.

argument : "Ah, mais si vous possédez des actions fermées, vous ne pouvez jamais être sûr à quel prix vous pouvez les vendre. La remise peut être plus importante qu'il ne l'est aujourd'hui, et vous souffrirez de la propagation plus large. Avec nos actions, vous avez le droit de retourner vos actions à 100 % de la valeur de l'actif, jamais moins. Examinons cet argument un bit; ce sera un bon exercice de logique et de bon sens.

Question : En supposant que la décote sur les actions fermées élargissez-vous, quelle est la probabilité que vous soyez moins bien loti avec ces actions qu'avec un achat par ailleurs équivalent d'actions ouvertes?

Cela demande un peu d'arithmétique. Supposons que l'investisseur A achète certaines actions ouvertes à 109% de la valeur de l'actif, et l'investisseur B achète actions fermées à 85 % de celles-ci, plus 11 ½ % de commission. Les deux ensembles des actions gagnent et paient 30 % de cette valeur d'actif en, disons, quatre ans,

**TABLEAU 9-4 Résultats moyens des titres fermés diversifiés
Fonds, 1961–1970a**

	5 ans, 1970 1966–1970 1961–1970			Premium ou Remise, Décembre 1970
Vente de trois fonds aux primes	–5,2%	+25,4%	+115,0%	11,4% prime
Vente de dix fonds à rabais	+1,3	+22,6	+102,9	9,2% de réduction

a Données de Wiesenberger Financial Services.

et se retrouver avec la même valeur qu'au début. Investisseur A rachète ses actions à 100 % de leur valeur, perdant la prime de 9 % qu'il payé. Son rendement global pour la période est de 30 % moins 9 %, soit 21 % sur valeur de l'actif. Ceci, à son tour, est de 19% sur son investissement. Combien l'Investisseur B doit réaliser sur ses actions fermées pour obtenir le même retour sur investissement en tant qu'Investisseur A ? La réponse est 73 %, soit un décote de 27% par rapport à la valeur de l'actif. En d'autres termes, l'extrémité fermée l'homme pourrait subir un élargissement de 12 points dans la décote du marché (environ le double) avant que son retour ne descende à celui du investisseur à capital variable. Un changement défavorable de cette ampleur s'est produit rarement, voire jamais, dans l'histoire des actions fermées. Il est donc très peu probable que vous obteniez un rendement global inférieur d'un (représentative) société fermée, achetée au rabais, si son le rendement des placements est à peu près égal à celui d'un représentant fonds communs de placement. Si un fonds à frais réduits (ou sans frais) remplace un avec la charge habituelle de "81 ½%", l'avantage de l'extrémité fermée l'investissement est certes réduit, mais cela reste un avantage.

Le fait que quelques fonds à capital fixe se vendent à *prime* supérieur aux vrais frais de 9 % sur la plupart des fonds communs de placement introduit une question distincte pour l'investisseur. Est-ce que ces entreprises premium bénéficier d'une gestion supérieure d'une valeur prouvée suffisante pour justifier leurs prix élevés? Si la réponse est recherchée dans le comparatif résultats des cinq ou dix dernières années, la réponse semble être non. Trois des six entreprises premium ont principalement des investissements. Une caractéristique frappante de ceux-ci est la grande variation dans

TABLEAU 9-5 Comparaison de deux principaux systèmes fermés
Entreprisesa

	5 ans, 10 ans, 1970 1966– 1970 1961–1970			Premium ou Remise, Décembre 1970
Général Am.				
Investisseurs Co.	–0,3 %	+34,0 %	+165,6%	7,6% de réduction
Lehman Corp.	–7,2	+20,6	+108,0	13,9 % de prime

a Données de Wiesenberger Financial Services.

prix dans quelques années; à la fin de 1970, l'un se vendait à seulement un quart de son maximum, un autre à un tiers, un autre à moins de la moitié. Si nous considérons les trois entreprises nationales vendant au-dessus de la valeur de l'actif, nous constatons que la moyenne de leurs rendements globaux sur dix ans était quelque peu meilleure que celle de dix fonds à escompte, mais l'inverse était vrai au cours des cinq dernières années. Une comparaison du record de 1961-1970 de Lehman Corp. et de General American Investors, deux de nos plus anciennes et plus grandes sociétés à capital fixe, sont présentées dans le tableau 9-5. Un des ceux-ci ont vendu 14% au-dessus et les autres 7,6% en dessous de sa valeur nette d'inventaire à la fin de 1970. La différence entre le prix et les relations d'actif net ne paraissait pas justifié par ces chiffres.

Investissement dans des fonds équilibrés

Les 23 fonds équilibrés couverts par le rapport Wiesenberger avaient entre 25% et 59% de leurs actifs en actions privilégiées et obligations, la moyenne n'étant que de 40 %. Le solde était détenu en commun actions. Il semblerait plus logique que l'investisseur type faire ses investissements de type obligataire directement, plutôt que de les faire font partie d'un engagement de fonds commun de placement. Le revenu moyen le rendement affiché par ces fonds équilibrés en 1970 n'était que de 3,9 % par an sur la valeur de l'actif, ou disons 3,6% sur le prix d'offre. Le meilleur le choix pour la composante obligataire serait l'achat de United Obligations d'épargne des États, ou obligations d'entreprises notées A ou mieux, ou obligations exonérées d'impôt, pour le portefeuille obligataire de l'investisseur.

COMMENTAIRE DU CHAPITRE 9

L'instituteur demande à Billy Bob : « Si tu as douze moutons et qu'un saute par-dessus la clôture, combien te reste-t-il de moutons ?

Billy Bob répond "Aucun".

"Eh bien," dit le professeur, "vous ne connaissez certainement pas votre soustraction."

"Peut-être pas", répond Billy Bob, "mais je connais très bien mes moutons."

- une vieille blague texane

PRESQUE PARFAIT

Création purement américaine, la mutuelle a été introduite en 1924 par un ancien vendeur de casseroles et poêles en aluminium du nom d'Edward G.

Leffler. Les fonds communs de placement sont assez bon marché, très pratiques, généralement diversifiés, gérés par des professionnels et strictement réglementés en vertu de certaines des dispositions les plus strictes de la loi fédérale sur les valeurs mobilières. En rendant l'investissement facile et abordable pour presque tout le monde, les fonds ont amené quelque 54 millions de familles américaines (et des millions d'autres dans le monde) dans le courant dominant de l'investissement - probablement la plus grande avancée jamais réalisée en matière de démocratie financière.

Mais les fonds communs de placement ne sont pas parfaits ; ils sont presque parfaits, et ce mot fait toute la différence. En raison de leurs imperfections, la plupart des fonds sous-performent le marché, surfacturent leurs investisseurs, créent des maux de tête fiscaux et subissent des fluctuations erratiques de leurs performances. L'investisseur intelligent doit choisir ses fonds avec beaucoup de soin afin d'éviter de se retrouver avec un gros gâchis.

EN HAUT DES GRAPHIQUES

La plupart des investisseurs achètent simplement un fonds qui a augmenté rapidement, sur le l'hypothèse qu'il va continuer. Et pourquoi pas? Psychologues ont montré que les humains ont une tendance innée à croire que à long terme peut être prédite même à partir d'une courte série de résultats. De plus, nous savons par expérience que certains plombiers sont bien meilleurs que d'autres, que certains joueurs de baseball sont bien plus susceptibles de faire des circuits, que notre restaurant préféré sert régulièrement nourriture de qualité supérieure et que les enfants intelligents obtiennent constamment de bonnes notes. Compétence et les cerveaux et le travail acharné sont reconnus, récompensés et systématiquement répété - tout autour de nous. Ainsi, si un fonds bat le marché, notre intuition nous dit de s'attendre à ce qu'il continue à surperformer.

Malheureusement, sur les marchés financiers, la chance est plus importante que compétence. Si un gestionnaire se trouve dans le bon coin du marché au bon moment, il aura l'air brillant, mais trop souvent, ce qui était chaud se refroidit soudainement et le QI du manager semble diminuer de 50 points. La figure 9-1 montre ce qui est arrivé aux fonds les plus chauds de 1999.

C'est un autre rappel que le secteur le plus en vogue du marché (en 1999, c'était la technologie) devient souvent aussi froid que l'azote liquide, à une vitesse fulgurante et sans aucun avertissement.¹ Et c'est un rappel que l'achat de fonds uniquement sur la base de leurs performances passées est l'un des choses les plus stupides qu'un investisseur puisse faire. Les spécialistes de la finance ont été étudié la performance des fonds communs de placement depuis au moins un demi-siècle, et ils sont quasi unanimes sur plusieurs points :

- le fonds moyen ne sélectionne pas assez bien les actions pour surmonter ses coûts de recherche et de commercialisation;
- plus les frais d'un fonds sont élevés, plus ses rendements sont faibles;
- plus un fonds négocie fréquemment ses actions, moins il a tendance à gagner;

¹ Des fonds sectoriels spécialisés dans presque toutes les industries imaginables sont disponibles et remontent aux années 1920. Après près de 80 ans d'histoire, les preuves sont accablantes : le secteur le plus lucratif, et donc le plus populaire, de une année donnée s'avère souvent être parmi les moins performantes de l'année suivante. Tout comme les mains oisives sont l'atelier du diable, les fonds sectoriels sont les l'ennemi juré de l'investisseur.

- les fonds très volatils, qui rebondissent plus que la moyenne, resteront probablement volatils ; • il est peu probable que les fonds avec des rendements passés élevés restent gagnants pour long.²

Vos chances de sélectionner les fonds les plus performants du futur sur la base de leurs rendements passés sont à peu près aussi élevées que les chances que Bigfoot et l'Abominable Snowman se présentent tous les deux en chaussons de danse roses lors de votre prochain cocktail. En d'autres termes, vos chances ne sont pas nulles, mais elles sont assez proches. (Voir encadré, p. 255.)

Mais il y a aussi de bonnes nouvelles. Tout d'abord, comprendre pourquoi il est si difficile de trouver un bon fonds vous aidera à devenir un investisseur plus intelligent. Deuxièmement, alors que les performances passées sont un mauvais prédicteur des rendements futurs, il existe d'autres facteurs que vous pouvez utiliser pour augmenter vos chances de trouver un bon fonds. Enfin, un fonds peut offrir une excellente valeur même s'il ne bat pas le marché, en offrant un moyen économique de diversifier vos avoirs et en vous libérant du temps pour toutes les autres choses que vous préféreriez faire plutôt que de choisir vos propres actions.

LE PREMIER SERA LE DERNIER

Pourquoi plus de fonds gagnants ne restent-ils pas gagnants ?

Plus un fonds est performant, plus ses investisseurs sont confrontés à des obstacles :

Migrer les gestionnaires. Lorsqu'un sélectionneur d'actions semble avoir la touche Midas, tout le monde le veut, y compris les sociétés de fonds rivales.

Si vous avez acheté le Transamerica Premier Equity Fund pour profiter des compétences de Glen Bickerstaff, qui a gagné 47,5 % en 1997, vous n'avez pas eu de chance ; TCW l'a arraché au milieu de 1998 pour gérer son fonds TCW Galileo Select Equities, et le fonds Transamerica a été à la traîne du marché pendant trois des quatre années suivantes. Si vous avez acheté le Fonds Fidelity Croissance dynamique au début de 2000 pour capitaliser sur les rendements élevés d'Erin Sullivan, qui avait presque triplé l'argent de ses actionnaires depuis 1997, eh bien : elle a démissionné pour créer son propre fonds spéculatif en

² La recherche sur le rendement des fonds communs de placement est trop volumineuse pour être citée. Des résumés et des liens utiles sont disponibles à l'adresse : www.investorhome.com/mutual.htm#do, www.ssrn.com (entrez «ymutual fundy» dans la fenêtre de recherche) et www.stanford.edu/~wfsarpe/art/art.htm.

2000, et son ancien fonds a perdu plus des trois quarts de sa valeur au cours des trois années suivantes.³ Éléphantiasis des actifs. Lorsqu'un fonds génère des rendements élevés, les investisseurs le remarquent, déversant souvent des centaines de millions de dollars en quelques semaines. Cela laisse peu de choix au gestionnaire de fonds, tous mauvais. Il peut garder cet argent en sécurité pour un jour de pluie, mais les faibles rendements des liquidités compromettront les résultats du fonds si les actions continuent d'augmenter.

Il peut placer le nouvel argent dans les actions qu'il possède déjà - qui ont probablement augmenté depuis qu'il les a achetées pour la première fois et deviendront dangereusement surévaluées s'il injecte des millions de dollars supplémentaires. Ou il peut acheter de nouvelles actions qu'il n'aimait pas assez pour posséder déjà, mais il devra les rechercher à partir de zéro et garder un œil sur beaucoup plus d'entreprises qu'il n'a l'habitude de suivre.

Enfin, lorsque le fonds Nimble de 100 millions de dollars place 2 % de ses actifs (ou 2 millions de dollars) dans Minnow Corp., une action d'une valeur marchande totale de 500 millions de dollars, il achète moins de la moitié de 1 % de Minnow. Mais si des performances exceptionnelles font gonfler le Nimble Fund à 10 milliards de dollars, alors un investissement de 2 % de ses actifs totaliserait 200 millions de dollars, soit près de la moitié de la valeur totale de Minnow, un niveau de propriété qui n'est même pas autorisé par la loi fédérale. Si le gestionnaire de portefeuille de Nimble veut toujours détenir de petites actions, il devra répartir son argent sur beaucoup plus de sociétés et finira probablement par trop disperser son attention.

Plus de jeu de jambes fantaisiste. Certaines entreprises se spécialisent dans « l'incubation » de leurs fonds, en les testant en privé avant de les vendre publiquement. (Généralement, les seuls actionnaires sont les employés et les sociétés affiliées de la société de fonds elle-même.) En les gardant minuscules, le sponsor peut utiliser ces fonds incubés comme cobayes pour des stratégies risquées qui fonctionnent mieux avec de petites sommes d'argent, comme acheter de très petites actions ou négociation rapide des offres publiques initiales. Si sa stratégie réussit, le fonds peut attirer massivement les investisseurs publics en faisant connaître ses rendements privés. Dans d'autres cas, le gestionnaire de fonds « y renonce » (ou évite de facturer) les frais de gestion, ce qui augmente le rendement net, puis applique les frais plus tard, une fois que les rendements élevés ont attiré de nombreux clients. Presque sans exception, les rendements des fonds incubés et exemptés de frais sont devenus médiocres après que des investisseurs extérieurs y ont versé des millions de dollars.

3 Cela ne veut pas dire que ces fonds auraient fait mieux si leurs gestionnaires « super vedettes » étaient restés en place ; tout ce dont nous pouvons être sûrs, c'est que les deux fonds s'en sont mal sortis.

Dépenses en hausse. Il coûte souvent plus cher de négocier des actions dans de très grands blocs que dans de petits blocs; avec moins d'acheteurs et de vendeurs, il est plus difficile de faire un match. Un fonds avec 100 millions de dollars d'actifs pourrait payer 1 % par an en frais de transaction. Mais, si des rendements élevés font exploser le fonds jusqu'à 10 milliards de dollars, ses transactions pourraient facilement consommer au moins 2 % de ces actifs. Le fonds typique conserve ses actions pendant seulement 11 mois à la fois, de sorte que les coûts de négociation rongent les rendements comme un acide corrosif. Pendant ce temps, les autres coûts de gestion d'un fonds diminuent rarement - et parfois même augmentent - à mesure que les actifs augmentent. Avec des dépenses d'exploitation de 1,5% en moyenne et des frais de négociation d'environ 2%, le fonds type doit battre le marché de 3,5 points de pourcentage par an avant les frais pour l'égaliser après les frais!

Comportement penaud. Enfin, une fois qu'un fonds connaît du succès, ses gestionnaires ont tendance à devenir timides et imitateurs. À mesure qu'un fonds se développe, ses frais deviennent plus lucratifs, ce qui rend ses gestionnaires réticents à faire bouger le bateau. Les risques mêmes que les gestionnaires ont pris pour générer leurs rendements initiaux élevés pourraient désormais faire fuir les investisseurs et mettre en péril tous ces gros revenus. Ainsi, les plus gros fonds ressemblent à un troupeau de moutons identiques et suralimentés, tous se déplaçant au pas lent, tous disant « baaaa » en même temps. Presque tous les fonds de croissance possèdent Cisco, GE, Microsoft, Pfizer et Wal-Mart, et dans des proportions presque identiques. Ce comportement est si répandu que les spécialistes de la finance l'appellent tout simplement élevage.⁴ Mais en protégeant leurs propres revenus de commissions, les gestionnaires de fonds compromettent leur capacité à produire des rendements supérieurs pour leurs investisseurs extérieurs.

4 Il y a une deuxième leçon ici : pour réussir, l'investisseur individuel doit soit éviter de magasiner dans la même liste d'actions préférées qui ont déjà été choisies par les institutions géantes, soit les posséder beaucoup plus patiemment. Voir Erik R. Sirri et Peter Tufano, « Costly Search and Mutual Fund Flows », *Le Journal des Finances*, vol. 53, non. 8, octobre 1998, pages 1589-1622; Keith C. Brown, WV Harlow et Laura Starks, « Of Tournaments and Temptations », *The Journal of Finance*, vol. 51, non. 1, mars 1996, p. 85-110; Josef Lakonishok, Andrei Shleifer et Robert Vishny, « Que font les gestionnaires de fonds? » document de travail, Université de l'Illinois, février 1997; Stanley Eakins, Stanley Stansell et Paul Wertheim, « Institutional Portfolio Composition », *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 38, non. 1, printemps 1998, p. 93-110 ; Paul Gompers et Andrew Metrick, « Institutional Investors and Equity Prices », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, non. 1, février 2001, p. 229-260.

FIGURE 9-2 L'entonnoir de performance des fonds

Depuis le 31 décembre 2002, combien de fonds d'actions américaines ont surperformé le Vanguard 500 Index Fund ?

Un an : 1
186 fonds sur 2 423 (ou 48,9 %)

Trois ans :
1 157 fonds sur 1 944 (ou 59,5 %)

Cinq ans :
768 fonds sur 1 494 (ou 51,4 %)

Dix ans :
227 fonds sur 728 (soit 31,2 %)

Quinze ans :
125 fonds sur 445 (soit 28,1 %)

Vingt ans :
37 fonds sur 248 (soit 14,9 %)

Source : Lipper Inc.

En raison de leurs gros coûts et de leur mauvais comportement, la plupart des fonds ne parviennent pas à gagner leur vie. Pas étonnant que les rendements élevés soient presque aussi périssables que le poisson non réfrigéré. De plus, à mesure que le temps passe, la traînée de leurs dépenses excessives laisse la plupart des fonds de plus en plus loin derrière, comme le montre la figure 9.2.5 Que doit alors faire l'investisseur intelligent ?

Tout d'abord, reconnaissez qu'un fonds indiciel, qui détient toutes les actions

5 Étonnamment, cette illustration sous-estime l'avantage des fonds indiciels, puisque la base de données dont elle est tirée ne comprend pas les antécédents de centaines de fonds qui ont disparu au cours de ces périodes. Mesuré avec plus de précision, l'avantage de l'indexation serait irrésistible.

sur le marché, tout le temps, sans prétendre pouvoir sélectionner le «*ymelleury*» et évite le «*ypirey*» – battra la plupart des fonds sur le long terme Cours. (Si votre entreprise n'offre pas de fonds indiciel à faible coût dans votre 401(k), organisez vos collègues et faites une pétition pour en ajouter un.) Son frais généraux au plus bas - dépenses d'exploitation de 0,2% par an, et des frais de négociation annuels de seulement 0,1 %, ce qui donne au fonds indiciel un avantage insurmontable. Si les actions génèrent, disons, un rendement annualisé de 7% sur les 20 prochaines années, un fonds indiciel à faible coût comme Vanguard Total Stock Le marché retournera un peu moins de 6,7 %. (Cela transformerait un investissement de 10 000 \$ en plus de 36 000 \$.) Mais le fonds d'actions moyen, avec ses 1,5 % de dépenses d'exploitation et environ 2 % de frais de négociation, avoir la chance de gagner 3,5% par an. (Cela transformerait 10 000 \$ en seulement moins de 20 000 \$, soit près de 50 % de moins que le résultat de l'indice fonds.)

Les fonds indiciels n'ont qu'un défaut majeur : ils sont ennuyeux. Vous allez ne jamais pouvoir aller à un barbecue et se vanter de la façon dont vous possédez le fonds le plus performant du pays. Tu ne pourras jamais t'en vanter vous battez le marché, car le travail d'un fonds indiciel est de faire correspondre rendement du marché, sans le dépasser. Il est peu probable que votre gestionnaire de fonds indiciel pour « lancer les dés » et parier que la prochaine grande industrie sera la téléportation, ou les sites Web à gratter et renifler, ou les cliniques télépathiques de perte de poids ; le fonds détiendra toujours toutes les actions, pas seulement les meilleures actions d'un gestionnaire devinez la prochaine nouveauté. Mais, au fil des années, l'avantage de coût de l'indexation continuera de s'accumuler sans relâche. Détenir un fonds indiciel pour 20 ans ou plus, ajoutant de l'argent chaque mois, et vous êtes presque certains de surpasser la grande majorité des professionnels et des particuliers investisseurs. Vers la fin de sa vie, Graham a qualifié les fonds indiciels de meilleurs choix pour les investisseurs individuels, tout comme Warren Buffett.⁶

⁶ Voir Benjamin Graham, Benjamin Graham : Mémoires du doyen de Wall Rue, Seymour Chatman, éd. (McGraw-Hill, New York, 1996), p. 273, et Janet Lowe, Benjamin Graham redécouvert : Écrits choisis de la Légende de Wall Street (John Wiley & Sons, New York, 1999), p. 273. Comme Warren Buffett l'a écrit dans son rapport annuel de 1996 : « La plupart des investisseurs, institutionnels et particuliers, trouveront que la meilleure façon de détenir des actions ordinaires est par le biais d'un fonds indiciel qui facture des frais minimes. Ceux qui suivent ce chemin sont sûrs de battre les résultats nets (après frais et dépenses) délivrés par le grande majorité des professionnels de l'investissement. (Voir www.berkshirehathaway.com/1996ar/1996.html.)

INCLINER LES TABLE S

Lorsque vous additionnez tous leurs handicaps, la merveille n'est pas que si peu de fonds battent l'indice, mais que tous le font. Et pourtant, certains le font. Quelles qualités ont-ils en commun ?

Leurs dirigeants sont les principaux actionnaires. Le conflit d'intérêts entre ce qui est le mieux pour les gérants du fonds et ce qui est le mieux pour ses investisseurs est atténué lorsque les gérants sont parmi les plus gros propriétaires d'actions du fonds. Certaines entreprises, comme Longleaf Partners, interdisent même à leurs employés de posséder autre chose que leurs propres fonds. Chez Longleaf et d'autres entreprises comme Davis et FPA, les gestionnaires possèdent tellement de fonds qu'ils sont susceptibles de gérer votre argent comme s'il s'agissait du leur, ce qui réduit les chances qu'ils augmentent les frais, laissez les fonds gonfler jusqu'à une taille gargantuesque, ou vous frapper avec une mauvaise facture fiscale. La procuration et la déclaration d'informations supplémentaires d'un fonds, toutes deux disponibles auprès de la Securities and Exchange Commission via la base de données EDGAR à l'adresse www.sec.gov, indiquent si les gestionnaires détiennent au moins 1 % des actions du fonds.

Ils ne coûtent pas cher. L'un des mythes les plus répandus dans le secteur des fonds est que « vous en avez pour votre argent », c'est-à-dire que des rendements élevés sont la meilleure justification pour des frais plus élevés. Il y a deux problèmes avec cet argument. Premièrement, ce n'est pas vrai; des décennies de recherche ont prouvé que les fonds dont les frais sont plus élevés génèrent des rendements inférieurs au fil du temps. Deuxièmement, les rendements élevés sont temporaires, tandis que les frais élevés sont presque aussi permanents que le granit. Si vous achetez un fonds pour ses excellents rendements, vous risquez de vous retrouver avec une poignée de cendres froides, mais il est presque certain que vos coûts de possession du fonds ne diminueront pas lorsque ses rendements baisseront.

Ils osent être différents. Lorsque Peter Lynch dirigeait Fidelity Magellan, il achetait tout ce qui lui semblait bon marché, indépendamment de ce que possédaient les autres gestionnaires de fonds. En 1982, son plus gros investissement était les bons du Trésor ; juste après cela, il a fait de Chrysler sa principale participation, même si la plupart des experts s'attendaient à ce que le constructeur automobile fasse faillite; puis, en 1986, Lynch a mis près de 20% de Fidelity Magellan dans des actions étrangères comme Honda, Norsk Hydro et Volvo. Ainsi, avant d'acheter un fonds d'actions américaines, comparez les avoirs répertoriés dans son dernier rapport avec la liste de l'indice S & P 500; s'ils ressemblent à Tweedledee et Tweedledum, achetez un autre fonds.

7 Une liste complète des sociétés constitutives du S & P 500 est disponible sur www.standardandpoors.com.

Ils ont fermé la porte. Les meilleurs fonds souvent proches des nouveaux investisseurs— permettant seulement à leurs actionnaires existants d'acheter plus. Cela arrête le nourrit la frénésie des nouveaux acquéreurs qui veulent s'entasser au sommet et protège le fonds des maux de l'éléphantiasis des actifs. C'est aussi un signe que les gestionnaires de fonds ne font pas passer leur propre portefeuille avant le tiens. Mais la clôture devrait avoir lieu avant, et non après, le fonds explose en taille. Certaines entreprises avec un record exemplaire de fermeture de leurs propres portes sont Longleaf, Numeric, Oakmark, T. Rowe Price, Avant-garde et Wasatch.

Ils ne font pas de publicité. Comme le dit Platon dans La République que l'idéal les gouvernants sont ceux qui ne veulent pas gouverner, les meilleurs gestionnaires de fonds souvent comportez-vous comme s'ils ne voulaient pas de votre argent. Ils n'apparaissent pas constamment sur la télévision financière ou diffuser des publicités vantant leurs rendements n ° 1. Le petit Mairs & Power Growth Fund n'avait même pas de site Web avant 2001 et vend toujours ses actions dans seulement 24 États. Le Fonds Torray n'a jamais géré de commerce de détail publicité depuis son lancement en 1990.

À quoi d'autre devriez-vous faire attention? La plupart des acheteurs de fonds regardent le passé performance d'abord, puis à la réputation du gestionnaire, puis au risque du fonds, et enfin (si jamais) aux frais du fonds.⁸

L'investisseur intelligent regarde ces mêmes choses, mais dans l'ordre opposé.

Étant donné que les frais d'un fonds sont beaucoup plus prévisibles que son risque futur ou revenir, vous devriez en faire votre premier filtre. Il n'y a aucune bonne raison de payer plus que ces niveaux de dépenses d'exploitation annuelles, par catégorie de fonds :

- Obligations fiscales et municipales : 0,75 %
- Actions américaines (grandes et moyennes actions) : 1,0 %
- Obligations à haut rendement (junk) : 1,0 %

⁸ Voir Noel Capon, Gavan Fitzsimons et Russ Alan Prince, « An Individual Analyse de niveau de la décision d'investissement dans les fonds communs de placement », *Journal of Financial Services Research*, vol. 10, 1996, p. 59–82 ; Société d'investissement Institute, « Comprendre l'utilisation des informations et des conseillers par les actionnaires », printemps 1997, sur www.ici.org/pdf/rpt_undstnd_share.pdf, p. 21 ; Gordon Alexander, Jonathan Jones et Peter Nigro, « Mutual Fund Shareholders : Caractéristiques, connaissances des investisseurs et sources d'information », OCC document de travail, décembre 1997, sur www.occ.treas.gov/ftp/workpaper/wp97-13.pdf.

• Actions américaines (petites actions) :	1,25 %
• Actions étrangères :	1,50 %

Ensuite, évaluez le risque. Dans son prospectus (ou guide de l'acheteur), chaque fonds doit afficher un graphique à barres indiquant sa pire perte sur un trimestre civil. Si vous ne supportez pas de perdre au moins autant d'argent en trois mois, aller ailleurs. Il vaut également la peine de vérifier la cote Morningstar d'un fonds. UN leader de la recherche en investissement, Morningstar décerne des « notes d'étoiles » à fonds, en fonction du risque qu'ils ont pris pour gagner leur rendement (un étoile est le pire, cinq est le meilleur). Mais, tout comme les performances passées elles-mêmes, ces notes remontent dans le temps ; ils vous disent quels fonds étaient les mieux, pas ce qui va être. Les fonds cinq étoiles ont en effet la fâcheuse habitude de sous-performer les fonds une étoile. Alors d'abord trouver un fonds low-cost dont les managers sont des actionnaires de référence, osez différents, ne vantez pas leurs retours et avez montré une volonté de fermer avant qu'ils ne deviennent trop gros pour leur culotte. Alors, et seulement consultez ensuite leur cote Morningstar.¹⁰

Enfin, regardez les performances passées, en vous rappelant que ce n'est qu'une pâle prédicteur des rendements futurs. Comme nous l'avons déjà vu, les gagnants d'hier deviennent souvent les perdants de demain. Mais les chercheurs ont montré que une chose est presque certaine : les perdants d'hier ne deviennent presque jamais les gagnants de demain. Alors évitez les fonds avec un passé toujours mauvais rendements, surtout s'ils ont des dépenses annuelles supérieures à la moyenne.

LE MONDE CLOS DE FONDS FERMÉS

Les fonds d'actions à capital fixe, bien que populaires dans les années 1980, ont lentement atrophie. Aujourd'hui, il n'y a que 30 entreprises nationales diversifiées

⁹ Les investisseurs peuvent rechercher facilement des fonds qui répondent à ces contraintes de dépenses en en utilisant les outils de sélection de fonds sur www.morningstar.com et <http://money.cnn.com>.

¹⁰ Voir Matthew Morey, « Rating the Raters : An Investigation of Mutual Fund Services de notation », *Journal of Investment Consulting*, vol. 5, non. 2 novembre/décembre 2002. Bien que ses notes en étoiles soient un faible prédicteur de l'avenir résultats, Morningstar est la meilleure source d'information sur les fonds pour investisseurs individuels.

des fonds d'actions, dont beaucoup sont minuscules, ne négocient que quelques centaines d'actions par jour, avec des dépenses élevées et des stratégies étranges (comme Morgan Fun Shares, qui se spécialise dans les actions des industries «génératrices d'accoutumance» comme l'alcool, les casinos et les cigarettes). Recherche par fonds fermé l'expert Donald Cassidy de Lipper Inc. renforce l'expérience antérieure de Graham observations: fonds d'actions diversifiés à capital fixe se négociant à escompte non seulement ont tendance à surperformer ceux qui se négocient à prime, mais sont susceptibles d'avoir un meilleur rendement que le fonds commun de placement à capital variable moyen. Malheureusement, cependant, les fonds d'actions diversifiés à capital fixe ne sont pas toujours disponible à prix réduit dans ce qui est devenu un marché poussièreux et en déclin.¹¹

Mais il existe des centaines de fonds obligataires fermés, avec notamment des choix solides disponibles dans la zone de liaison municipale. Lorsque ces fonds se négocient à escompte, leur rendement est amplifié et ils peuvent être attractifs, tant que leurs dépenses annuelles sont inférieures aux seuils ci-dessus.¹²

La nouvelle génération de fonds indiciels négociés en bourse peut valoir explorer aussi. Ces « ETF » à faible coût offrent parfois le seul moyen par lequel un investisseur peut accéder à un marché étroit comme, disons, des sociétés basées en Belgique ou des actions du secteur des semi-conducteurs industrie. D'autres ETF indiciels offrent une exposition au marché beaucoup plus large. Cependant, ils ne conviennent généralement pas aux investisseurs qui souhaitent ajouter de l'argent régulièrement, car la plupart des courtiers prélèvent une commission distincte sur chaque nouvel investissement que vous effectuez.¹³

¹¹ Contrairement à un fonds commun de placement, un fonds à capital fixe n'émet pas de nouvelles actions directement à quiconque veut les acheter. Au lieu de cela, un investisseur doit acheter actions non pas du fonds lui-même, mais d'un autre actionnaire disposé à se séparer d'eux. Ainsi, le prix des actions fluctue au-dessus et au-dessous leur valeur liquidative, en fonction de l'offre et de la demande.

¹² Pour plus d'informations, voir www.morningstar.com et www.etfconnect.com.

¹³ Contrairement aux fonds communs de placement indiciels, les FNB indiciels sont assujettis à des commissions sur actions standard lorsque vous les achetez et les vendez, et ces commissions sont souvent évalué sur tout achat supplémentaire ou dividende réinvesti. Les détails sont disponible sur www.ishares.com, www.streettracks.com, www.amex.com et www.indexfunds.com.

SAVOIR QUAND LES PLIER

Une fois que vous êtes propriétaire d'un fonds, comment pouvez-vous savoir quand il est temps de le vendre? Le conseil standard est d'abandonner un fonds s'il sous-performe le marché (ou des portefeuilles similaires) pendant une (ou est-ce deux? ou est-ce trois?) années consécutives. Mais ce conseil n'a aucun sens. Depuis sa création en 1970 jusqu'en 1999, le fonds Sequoia a sous-performé l'indice S & P 500 pendant 12 de ses 29 années, soit plus de 41 % du temps. Pourtant, Sequoia a gagné plus de 12 500 % au cours de cette période, contre 4 900 % pour l'indice¹⁴. La performance de la plupart des fonds faiblit simplement parce que le type d'actions qu'ils préfèrent est temporairement délaissé. Si vous avez embauché un manager pour investir d'une manière particulière, pourquoi le licencier pour avoir fait ce qu'il a promis?

En vendant lorsqu'un style d'investissement n'est plus à la mode, non seulement vous bloquez une perte, mais vous vous excluez de la reprise presque inévitable. Une étude a montré que les investisseurs en fonds communs de placement ont sous-performé leurs propres fonds de 4,7 points de pourcentage par an de 1998 à 2001, simplement en achetant au prix fort et en vendant au prix bas.¹⁵ Alors, quand devriez-vous vendre ?

Voici quelques drapeaux rouges précis:

- un changement brutal et inattendu de stratégie, tel qu'un fonds « value » se chargeant de valeurs technologiques en 1999 ou un fonds « growth » achetant des tonnes de valeurs d'assurance en 2002 ;
- une augmentation des dépenses, suggérant que les managers sont en ligne ing leurs propres poches ;
- des factures fiscales importantes et fréquentes générées par des échanges excessifs ;
- des rendements soudainement erratiques, comme lorsqu'un fonds auparavant conservateur génère une grosse perte (ou même produit un gain géant).

¹⁴ Voir le rapport aux actionnaires de Sequoia du 30 juin 1999 sur www.sequoiafund.com/Reports/Quarterly/SemiAnn99.htm. Sequoia est fermée aux nouveaux investisseurs depuis 1982, ce qui a renforcé ses superbes performances.

¹⁵ Jason Zweig, « What Fund Investors Really Need to Know », Money, juin 2002, pp. 110–115.

POURQUOI NOUS AIMONS NOS PLANCHES OUIJA

Croire – ou même simplement espérer – que nous pouvons choisir les meilleurs fonds du futur nous fait nous sentir mieux. Cela nous donne la sensation agréable que nous sommes maîtres de notre propre destin d'investissement. Ce sentiment de «յիշ-contrôle-iciյ» fait partie de la condition humaineյ; c'est ce que les psychologues appellent l'excès de confiance. Voici quelques exemples de son fonctionnementյ:

- En 1999, Money Magazine a demandé à plus de 500 personnes si leurs portefeuilles avaient battu le marché. Un sur quatre a dit oui. Lorsqu'on leur a demandé de préciser leurs rendements, cependant, 80 % de ces investisseurs ont déclaré des gains inférieurs à ceux du marché. (Quatre pour cent n'avaient aucune idée de l'augmentation de leurs portefeuilles, mais étaient sûrs d'avoir battu le marché de toute façonյ!) Ces personnes – dont certaines que la police avait jugées responsables des accidents et d'autres qui avaient été si grièvement blessées qu'elles ont répondu à l'enquête depuis leur lit d'hôpital – ont insisté sur le fait qu'elles étaient des conducteurs supérieurs à la moyenne. • Dans un sondage effectué à la fin de 2000, Time et CNN ont demandé à plus de 1 000 électeurs probables s'ils pensaient qu'ils faisaient partie du 1 % supérieur de la population en termes de revenu. Dix-neuf pour cent se sont classés parmi les 1% d'Américains les plus riches. • À la fin de 1997, une enquête auprès de 750 investisseurs a révélé que 74յ% d'entre eux pensaient que leurs avoirs en fonds communs de placement "battraient systématiquement le Standard & Poor's 500 chaque année" - même si la plupart des fonds ne parviennent pas à battre le S & P 500 à long terme et beaucoup ne parviennent pas à le battre au cours d'une année.¹

Bien que ce genre d'optimisme soit un signe normal d'un psychisme sain, cela n'en fait pas une bonne politique d'investissement. Il est logique de croire que vous ne pouvez prédire quelque chose que si c'est réellement prévisible. À moins que vous ne soyez réaliste, votre quête d'estime de soi se terminera par une défaite.

¹ Voir Jason Zweig, « Avez-vous battu le marché ? Money, janvier 2000, pp. 55–58յ; Sondage Time/CNN #15, 25-26 octobre 2000, question 29.

Comme le dit le consultant en investissement Charles Ellis : « Si vous n'êtes pas prêt à rester marié, vous ne devriez pas vous marier. 16 L'investissement en fonds est pas différent. Si vous n'êtes pas prêt à vous en tenir à un fonds pendant au moins trois années de vaches maigres, vous ne devriez pas l'acheter en premier lieu. La patience est la l'allié le plus puissant de l'investisseur de fonds.

16 Voir l'interview d'Ellis dans Jason Zweig, « Wall Street's Wiest Man », Money, juin 2001, p. 49–52.

CHAPITRE 10

L'investisseur et ses conseils

L'investissement d'argent dans des valeurs mobilières est unique parmi les opérations commerciales en ce sens qu'il est presque toujours basé dans une certaine mesure sur des conseils reçus d'autrui. La grande majorité des investisseurs sont des amateurs. Naturellement, ils sentent qu'en choisissant leurs titres, ils peuvent bénéficier d'une orientation professionnelle. Pourtant, il existe des particularités inhérentes au concept même de conseil en investissement.

Si la raison pour laquelle les gens investissent est de gagner de l'argent, alors en cherchant des conseils, ils demandent aux autres de leur dire comment gagner de l'argent. Cette idée a un certain élément de naïveté. Les hommes d'affaires recherchent des conseils professionnels sur divers aspects de leur entreprise, mais ils ne s'attendent pas à ce qu'on leur dise comment réaliser un profit. C'est leur propre bailliage. Lorsqu'eux-mêmes, ou des non-entrepreneurs, comptent sur d'autres pour faire des *bénéfices d'investissement* pour eux, ils s'attendent à un type de résultat pour lequel il n'y a pas de véritable contrepartie dans les affaires commerciales ordinaires.

Si nous supposons qu'il y a des *revenus* normaux ou standard à obtenir en investissant de l'argent dans des valeurs mobilières, alors le rôle du conseiller peut être plus facilement établi. Il utilisera sa formation et son expérience supérieures pour protéger ses clients contre les erreurs et s'assurer qu'ils obtiennent les résultats auxquels leur argent a droit. C'est lorsque l'investisseur exige plus qu'un rendement moyen de son argent, ou lorsque son conseiller s'engage à faire mieux pour lui, que la question se pose de savoir s'il demande ou promet plus que ce qui est susceptible d'être livré.

Des conseils sur les investissements peuvent être obtenus auprès de diverses sources. Il s'agit notamment : (1) d'un parent ou d'un ami, vraisemblablement au courant des valeurs mobilières ; (2) un banquier local (commercial) ; (3) une société de courtage ou une banque d'investissement ; (4) un service financier ou

périodique; et (5) un conseiller en placement.* Le caractère hétéroclite de cette liste suggère qu'aucune approche logique ou systématique en la matière ne s'est encore cristallisée dans l'esprit des investisseurs.

Certaines considérations de bon sens se rapportent au critère de résultats normaux ou standard mentionné ci-dessus. Notre thèse de base est la suivante : si l'investisseur doit s'appuyer principalement sur les conseils d'autrui dans la gestion de ses fonds, alors soit il doit se limiter lui-même et ses conseillers strictement à des formes d'investissement standard, conservatrices et même sans imagination, soit il doit avoir une connaissance inhabituellement intime et favorable de la personne qui va diriger ses fonds vers d'autres canaux. Mais si la relation d'affaires ou professionnelle ordinaire existe entre l'investisseur et ses conseils, il ne peut être réceptif aux suggestions *moins conventionnelles* que dans la mesure où il a lui-même acquis des connaissances et une expérience et est donc devenu compétent pour porter un jugement indépendant sur les recommandations de les autres. Il est alors passé de la catégorie d'investisseur défensif ou peu entreprenant à celle d'investisseur agressif ou entreprenant.

Conseil en investissement et services fiduciaires des banques

Les véritables conseillers en placement professionnels, c'est-à-dire les sociétés de conseil en placement bien établies, qui facturent des frais annuels substantiels, sont assez modestes dans leurs promesses et leurs prétentions. Pour la plupart, ils placent les fonds de leurs clients dans des titres ordinaires versant des intérêts et des dividendes, et ils s'appuient principalement sur une expérience d'investissement normale pour leurs résultats globaux. Dans le cas typique, il est douteux que plus de 10% du fonds total soit jamais investi dans des titres autres que ceux de sociétés de premier plan, plus

* La liste des sources de conseil en investissement reste aussi "divers" qu'elle était quand Graham a écrit. Une enquête auprès des investisseurs menée à la fin de 2002 pour la Securities Industry Association, un groupe commercial de Wall Street, a révélé que 17% des investisseurs dépendaient le plus pour des conseils en investissement d'un conjoint ou d'un ami; 2% sur un banquier; 16 % sur un courtier; 10 % sur les périodiques financiers; et 24 % sur un planificateur financier. La seule différence par rapport à l'époque de Graham est que 8 % des investisseurs comptent désormais beaucoup sur Internet et 3 % sur la télévision financière. (Voir www.sia.com.)

les obligations d'État (y compris les émissions d'État et municipales); ils ne font pas non plus d'effort sérieux pour profiter des fluctuations du marché général.

Les principaux cabinets de conseil en investissement ne prétendent pas être brillants ; ils sont fiers d'être prudents, conservateurs et compétents. Leur objectif principal est de conserver la valeur principale au fil des ans et de produire un taux de revenu raisonnablement acceptable. Tout accomplissement au-delà de cela - et ils s'efforcent d'améliorer l'objectif - sont considérés comme des services supplémentaires rendus. Peut-être que leur principale valeur pour leurs clients réside dans le fait qu'ils les protègent d'erreurs coûteuses. Ils offrent tout ce que l'investisseur défensif est en droit d'attendre de tout conseiller au service du grand public.

Ce que nous avons dit au sujet des sociétés de conseil en placement bien établies s'applique généralement aux services de fiducie et de conseil des grandes banques.*

Services financiers

Les services dits financiers sont des organismes qui envoient des bulletins uniformes (parfois sous forme de télégrammes) à leurs abonnés. Les sujets traités peuvent inclure l'état et les perspectives des affaires, le comportement et les perspectives des marchés des valeurs mobilières, ainsi que des informations et des conseils sur des questions individuelles. Il existe souvent un «service de renseignements» qui répondra aux questions concernant un abonné individuel. Le coût du service est en moyenne bien inférieur aux honoraires que les conseillers en placement facturent à leurs clients individuels. Certaines organisations, notamment Babson's et Standard & Poor's, opèrent à des niveaux distincts en tant que service financier et conseil en investissement. (Incidentement, d'autres organisa

* Le caractère des cabinets de conseil en investissement et des banques de fiducie n'a pas changé, mais aujourd'hui, ils n'offrent généralement pas leurs services aux investisseurs ayant moins d'un million de dollars d'actifs financiers; dans certains cas, 5 millions de dollars ou plus sont nécessaires. Aujourd'hui, des milliers de sociétés indépendantes de planification financière remplissent des fonctions très similaires, bien que (comme le dit l'analyste Robert Veres) le fonds commun de placement ait remplacé les actions de premier ordre, car l'investissement de choix et la diversification ont remplacé la « qualité » comme norme de sécurité.

(telles que Scudder, Stevens & Clark) opèrent séparément en tant que conseil en investissement et en tant qu'un ou plusieurs fonds d'investissement.)

Les services financiers s'adressent, dans l'ensemble, à un segment de public tout à fait différent de celui des cabinets de conseil en investissement. Les clients de ces derniers souhaitent généralement être débarrassés des tracas et de la nécessité de prendre des décisions. Les services financiers offrent des informations et des conseils à ceux qui dirigent leurs propres affaires financières ou conseillent eux-mêmes d'autres personnes. Beaucoup de ces services se limitent exclusivement, ou presque, à prévoir les mouvements du marché par diverses méthodes « techniques ». Nous les écarterons en constatant que leurs travaux ne concernent pas les « investisseurs » au sens où l'on parle dans cet ouvrage.

D'autre part, certains des plus connus, tels que Moody's Investment Service et Standard & Poor's, sont associés à des organismes statistiques qui compilent les volumineuses données statistiques qui constituent la base de toute analyse sérieuse des titres. Ces services s'adressent à une clientèle variée, allant de l'investisseur à l'esprit le plus conservateur au spéculateur le plus acharné. En conséquence, ils doivent trouver difficile d'adhérer à une philosophie claire ou fondamentale pour arriver à leurs opinions et recommandations.

Un service établi de longue date du type Moody's et les autres doit évidemment apporter quelque chose de valable à une large classe d'investisseurs. Qu'est-ce que c'est? Fondamentalement, ils s'adressent aux questions qui intéressent l'investisseur-spéculateur actif moyen, et leurs points de vue sur celles-ci commandent une certaine autorité ou du moins semblent plus fiables que ceux du client non aidé.

Depuis des années, les services financiers font des prévisions boursières sans que personne ne prenne cette activité très au sérieux. Comme tout le monde dans le domaine, ils ont parfois raison et parfois tort. Dans la mesure du possible, ils cachent leurs opinions afin d'éviter le risque d'avoir complètement tort. (Il existe un art bien développé du phrasé delphique qui s'adapte avec succès à tout ce que l'avenir nous réserve). marchés des valeurs mobilières.

Presque tous ceux qui s'intéressent aux actions ordinaires veulent que quelqu'un d'autre leur dise ce qu'il pense que le marché va faire. La demande étant là, il faut y répondre.

Leurs interprétations et prévisions des conditions économiques, des

bien sûr, sont beaucoup plus autoritaires et informatifs. Il s'agit d'une partie importante du grand corpus d'intelligence économique qui se répand continuellement parmi les acheteurs et les vendeurs de titres et tend à créer des prix assez rationnels pour les actions et les obligations dans la plupart des circonstances. Il ne fait aucun doute que les documents publiés par les services financiers ajoutent à la réserve d'informations disponibles et renforcent le jugement d'investissement de leurs clients.

Il est difficile d'évaluer leurs recommandations de titres individuels.

Chaque service a le droit d'être jugé séparément, et le verdict ne peut être fondé que sur une étude élaborée et inclusive couvrant de nombreuses années. Dans notre propre expérience, nous avons noté chez eux une attitude omniprésente qui, selon nous, tend à nuire à ce qui pourrait autrement être un travail consultatif plus utile. C'est leur point de vue général selon lequel une action doit être achetée si les perspectives à court terme de l'entreprise sont favorables et doit être vendue si elles sont défavorables, quel que soit *le prix actuel*. Un principe aussi superficiel empêche souvent les services d'effectuer le travail d'analyse solide dont leur personnel est capable, à savoir déterminer si une action donnée apparaît surévaluée ou sous-évaluée au prix actuel à la lumière de ses bénéfices futurs à long terme indiqués. Puissance.

L'investisseur intelligent ne fera pas ses achats et ses ventes uniquement sur la base des recommandations reçues d'un service financier. Une fois ce point établi, le rôle du service financier devient alors celui, utile, de fournir des informations et de proposer des suggestions.

Conseils des maisons de courtage

Le plus grand volume d'informations et de conseils au public détenteur de titres provient probablement des courtiers en valeurs mobilières. Ce sont des membres de la Bourse de New York et d'autres bourses qui exécutent des ordres d'achat et de vente moyennant une commission standard. Pratiquement toutes les maisons qui traitent avec le public ont un service « statistique » ou analytique, qui répond aux demandes de renseignements et fait des recommandations. Une grande partie de la littérature analytique, dont certaines sont élaborées et coûteuses, est distribuée gratuitement aux clients des entreprises, appelés de manière plus impressionnante clients.

Beaucoup est en jeu dans la question apparemment innocente de savoir si « clients » ou « clients » est le nom le plus approprié. Une entreprise a des clients ; une personne ou une organisation professionnelle a