

Warren Buffett, l'arbre qui cache la forêt ?

Warren Buffett¹ est souvent cité parmi les investisseurs les plus talentueux de la planète. La plupart des commentateurs et de ses admirateurs mettent en avant son talent de stock-picking qui serait dû à sa capacité à garder la tête sur les épaules et ne pas subir les effets de mode. Ses performances répétées depuis 40 ans font de lui un mythe et semble venir s'inscrire en contradiction avec l'hypothèse d'efficience des marchés selon laquelle il n'est pas possible pour un investisseur de les battre avec régularité. La question se pose donc de savoir si ses performances peuvent être attribuées à son talent ou au hasard. Différents regards ont été portés sur cette question.

Warren Buffett considéré comme un *outlier*

Cornell et ses co-auteurs dans un ouvrage récent² considèrent Warren Buffett comme un *outlier* et n'hésitent pas à le comparer à un gagnant à la loterie. Les gagnants à la loterie ont aussi un retour sur investissement extraordinaire mais cela ne fait pas d'eux des investisseurs au-dessus des autres et cela ne signifie pas qu'acheter un billet de loterie est une stratégie d'investissement judicieuse. Parmi les millions d'investisseurs, il est normal d'avoir quelques chanceux qui ont d'excellentes performances. Il est très difficile de savoir avec certitude si un gérant qui a battu le marché avec régularité l'a fait grâce à son talent, ou si c'est une question de chance. Pour le montrer, Cornell prend l'exemple de deux pièces de monnaie. L'une est normale avec une équiprobabilité de tomber sur une face ou l'autre. La deuxième est truquée et tombe dans 60% des cas sur face. On donne à un investisseur l'une de ces pièces. La question est de savoir combien de fois doit-il la lancer en l'air pour être sûr à 95% de quelle pièce il s'agit ? Le calcul montre qu'il faut 143 lancers.

Il faut donc un grand nombre d'années en suivant ce raisonnement pour attribuer une succession de bonnes performances au talent un gérant. Cornell prend toutefois le soin de préciser que Warren Buffett n'est pas juste un investisseur chanceux pour tout autant et que ses qualités suggèrent le contraire. Cependant, même dans son cas, ses performances montrent à quel point il est difficile de battre le marché. Lorsque les performances de sa société Berkshire Hathaway sont examinées avec plus de précision, elles semblent décroître dans le temps comme le montre le tableau suivant.

Moyenne géométrique des rentabilités	Berkshire (%)	S&P 500 (%)	surperformance de Berkshire
1964-1974	12,45	1,39	11,07
1975-1984	41,01	11,05	29,96
1985-1994	23,50	11,25	12,25
1995-2004	9,93	6,34	3,59
2005-2016	8,80	7,07	1,73
1964-2016	20,94	9,78	11,16

Source : Cornell et al. (2018)

Les performances moyennes des trois premières décennies sont remarquables mais elles sont en baisse sur les dernières. Une analyse un peu plus précise montre que sur la décennie 2009-2018, la société a sous-performé le S&P 500 de 1,32% en moyenne et que les rentabilités étaient inférieures à

¹ Il est souvent fait référence à Warren Buffett alors qu'il est associé à Charles Munger depuis plus de 40 ans. La performance de leur société Berkshire Hathaway leur est donc attribuable à tous les deux. Il n'en reste pas moins que Warren Buffett étant le plus médiatisé des deux et de loin le plus fortuné, nous ferons référence à lui essentiellement dans cette note.

² Cornell B., S. Cornell et A. Cornell, 2018, *The conceptual foundations of investing*, Wiley, page 49.

l'indice six années sur les dix³. En 2019, Berkshire Hathaway a eu une rentabilité de 12% contre 30,43% pour l'indice S&P 500, sous-performant donc largement le marché.

D'où vient la performance de Warren Buffett ?

Frazzini, Kabiller et Pedersen ont mené une étude détaillée de la performance de la société Berkshire Hathaway^{4,5} en prenant soin de distinguer les capacités de stock picking de Warren Buffett de son talent de dirigeant d'entreprise. L'actif de la société est en effet composé pour une part de sociétés non cotées en bourse (*private equity*), et d'un portefeuille de sociétés cotées pour l'autre part. Ces différentes parties représentent respectivement 35% et 65% de l'actif en moyenne sur la période. La partie *private equity* a constamment augmenté passant de 20% de l'actif au début des années 1980 à 78% en 2017. Le talent de gérant de Warren Buffett peut se mesurer par la performance du portefeuille de valeurs cotées tandis que son talent de dirigeant est reflété par la performance des sociétés privées qu'il dirige. Il est important de souligner que Berkshire Hathaway n'est pas un fonds d'investissement mais une société. Ses performances sont difficilement comparables à celles des *mutual funds* qui subissent des contraintes auxquelles Warren Buffett n'est pas confronté. En particulier, les gérants de Berkshire Hathaway n'ont pas à faire face au problème des souscriptions et rachats de part comme les gestionnaires de *mutual funds*. Les hausses et baisses de marché n'ont donc pas les mêmes conséquences que dans les *mutual funds*. Lorsque le marché monte, il n'y a pas un flux d'épargne qu'il faut nécessairement investir. De même, lorsque le marché baisse, il n'est pas nécessaire de revendre des titres pour pouvoir racheter les parts que les investisseurs veulent vendre. Il est plus facile pour Warren Buffett d'avoir une stratégie « contrariante » et d'acheter à des points bas du marché que pour un gestionnaire de *mutual funds*. Par ailleurs, Warren Buffett n'est pas soumis aux contraintes de performances à court terme des *mutual funds*. Comme le soulignent les auteurs, entre le 30 juin 1998 et le 29 février 2000, le cours de Berkshire Hathaway a chuté de 44% alors que le marché gagnait 32%. Il n'est pas sûr que la plupart des gestionnaires auraient pu survivre à une sous-performance de leur fonds de 76% ! La deuxième grosse différence avec un fonds classique et que Berkshire Hathaway a de la dette à son passif créant un effet de levier financier qui vient augmenter la performance des fonds propres. Cette dette est constituée à 35% en moyenne de primes d'assurance payées d'avance au coût quasi nul. La taille de l'actif est estimée de 1,4 à 1,7 fois le montant des fonds propres.

La rentabilité moyenne annuelle de Berkshire Hathaway est de 18,6% en moyenne sur la période alors qu'elle est de 1,5% pour l'indice S&P 500. La volatilité du fonds est aussi plus élevée que celle de l'indice. Elles s'élèvent respectivement à 23,5% et 15,3%. Cette différence de volatilité s'explique en grande partie par l'effet de levier financier. Le ratio de Sharpe de Berkshire Hathaway s'établit à 0,79 contre 0,49 pour le marché. A la fois la partie *private equity* et la partie portefeuille de titres cotés ont une rentabilité en excès du marché.

Pour comprendre d'où vient l'excès de rentabilité du portefeuille de titres par rapport au marché, les auteurs font une régression des rentabilités excédentaires du portefeuille sur la prime de risque du marché et sur les facteurs taille, *book-to-market* et *momentum* ainsi que sur deux facteurs plus récents mis en évidence dans la littérature empirique : le facteur *betting against beta*⁶ (BAB) et le facteur

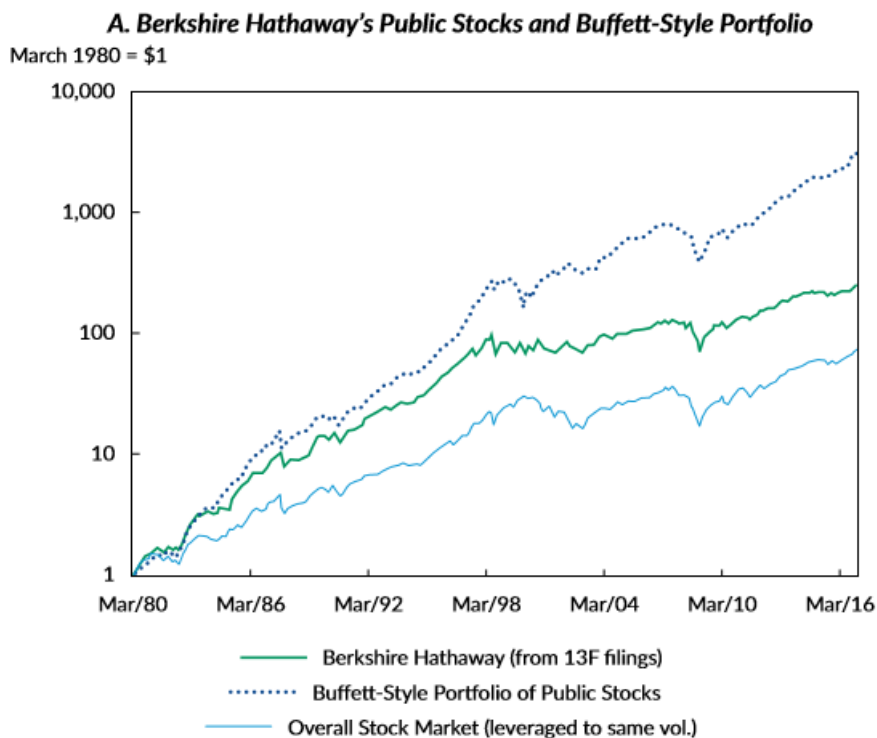
³ Voir le site <https://www.gurufocus.com/guru/warren+buffett/profile>.

⁴ Frazzini A., D. Kabiller et L.H. Pedersen, 2018, « Buffett's alpha », *Financial Analysts Journal*, vol. 78, N°4, p. 35-55.

⁵ En 2008, Martin et Puthenpurackal avaient réalisé une étude similaire sur la période allant de 1976 à 2006 mais en ne prenant en compte que les facteurs marché, taille, *value* et *momentum*. Ces facteurs n'expliquaient qu'une partie de la rentabilité excédentaire de Berkshire Hathaway. Voir Martin G. et J. Puthenpurackal, 2008, « Imitation is the sincerest form of flattery: Warren Buffett and Berkshire Hathaway », https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=806246.

⁶ Ce facteur met en évidence le fait que les titres aillant un bêta faible ont une rentabilité en moyenne supérieure à ceux des titres à bêta élevé. Voir Frazzini A. et H. Pedersen, 2014, « Betting against beta », *Journal of Financial Economics*, vol. 111, N°1, p. 1-25.

qualité⁷ (QMJ). Il ressort de l'analyse que la rentabilité du portefeuille s'explique en totalité par le fait que Warren Buffett a investi dans des valeurs *value* suivant la philosophie de son maître Benjamin Graham mais aussi de bêta faible et de qualité. Lorsque ces facteurs sont contrôlés, l'alpha du portefeuille n'est plus que de 0,3% par an et n'est pas significativement différent de zéro. Ces facteurs expliquent aussi en grande partie l'alpha de l'action Berkshire Hathaway et la rentabilité de la partie *private equity* de la société. Indépendamment du *stock picking* de Warren Buffett, les auteurs ont composé un portefeuille de style correspondant à celui de Berkshire Hathaway et ayant le même effet de levier. Le graphique ci-dessous montre que ce portefeuille a une rentabilité (qui ne tient pas compte des coûts de transaction et autres coûts divers que peut subir la société) sur la période d'étude plus élevée que celle de Berkshire Hathaway. Un gestionnaire de fonds qui aurait composé un portefeuille de valeurs relativement sûres, de bonne qualité et de *book-to-market* ratio élevé aurait ainsi eu une rentabilité aussi élevée que celle de Berkshire Hathaway sur la période pour un même effet de levier.



Comme le soulignent les auteurs, le fait que la rentabilité de la société s'explique en partie par des facteurs explicatifs des rentabilités mis en évidence dans la littérature académique n'enlève rien au mérite de Warren Buffett d'autant plus que ces facteurs ont été découverts après que Warren Buffett les a exploités. Comme le disent les responsables de la société de gestion AQR, un alpha peut être considéré comme un bêta qu'il reste à découvrir⁸. L'explosion de la littérature sur les facteurs explicatifs des rentabilités⁹ a pour conséquence de réduire à zéro les alphas des gérants dès lors qu'une multitude de facteurs sont pris en compte dans l'explication des rentabilités. En conclusion, la performance de Berkshire Hathaway n'est pas le fait du hasard mais d'un choix persistant de valeurs ayant certaines caractéristiques. C'est là tout le talent de Warren Buffett ! Dans le prolongement de

⁷ Ce facteur met en évidence le fait que les sociétés dites « de qualité » c'est-à-dire les plus profitables, en croissance, relativement sûres et distribuant beaucoup de dividendes sont les plus rentables. Voir Asness C., A. Frazzini et L.H. Pedersen, 2019, « Quality Minus Junk », *Review of Accounting Studies*,

⁸ Voir Crowell B., R. Israel, D.G. Kabiller et A. Berger, 2012, « Is alpha just beta waiting to be discovered ? »,

<https://pdfs.semanticscholar.org/9db3/822c3a56c8958a37b6d211d90f4d6ff9300.pdf>

⁹ Voir par exemple :

l'étude de Frazzini et ses coauteurs, Otuteye et Siddiquee¹⁰, analysant les lettres d'information aux actionnaires de Warren Buffet et Charlie Munger ainsi que leurs déclarations publiques, considèrent qu'une partie de leur succès vient aussi de leur conscience aigüe des pièges auxquels peuvent être sujets les investisseurs et d'avoir su les éviter. Ils savent notamment contrôler leur excès de confiance. Ils ont conscience que l'être humain peut être irrationnel et pour cela ils s'attachent à être le plus rationnel possible au quotidien. Les auteurs citent une déclaration de Charlie Munger affirmant qu'avoir conscience des limites de ses connaissances est plus important dans la vie et les affaires que d'être brillant. Le fait qu'ils aient aussi une conscience aigüe de leurs échecs¹¹ les protège du biais de confirmation et du biais de statu quo¹².

Les performances de Warren Buffett étaient-elles prévisibles ?

Statman et Scheid¹³ se sont posés la question de savoir si la performance remarquable de la société Berkshire Hathaway permettait d'anticiper quoi que ce soit concernant sa performance future. Le fait qu'il s'agisse d'une société cotée en bourse et pas d'un fonds d'investissement est fondamental pour leur analyse. Son cours reflète donc les anticipations des investisseurs quant à sa performance future alors que la valeur d'un fond d'investissement correspond simplement à la valeur nette de son portefeuille d'actifs. La valeur d'une action de la société était de 18\$ le 10 mai 1965, le jour où Warren Buffett en a pris le contrôle et a atteint 71 000\$ le 31 décembre 2000, jour où les auteurs ont arrêté leurs calculs. La progression a été de 26,18% en moyenne annuelle sur la période à comparer à celle du S&P 500 de 11,69%. Fallait-il pour tout autant investir dans cette société à cette date sur la base de ce résultat ? Les investisseurs tombent fréquemment dans le piège qui consiste à considérer que les performances passées vont continuer car elles ne sont pas le fait du hasard. Fischhoff¹⁴ a observé que beaucoup d'individus pensent que ce qui s'est passé devait se passer comme si le hasard ou la chance n'avait aucune place dans le monde. Staman et Scheid font remarquer que, dans la vie courante, ce type de raisonnement consiste à dire par exemple qu'un homme introverti qui épouse une femme timide est une situation normale car « qui se ressemble s'assemble ». Mais si cet homme épouse une femme qui aime sortir, c'est aussi normal car « les extrêmes s'attirent ». De la même façon, si le cours d'un titre baisse après une hausse prolongée c'est parce que « les arbres ne montent pas au ciel », mais s'il continue de monter c'est parce que « la tendance est ton ami ». Warren Buffett, dès les années 1970, a été reconnu comme un grand investisseur au même titre que d'autres cités par les auteurs, mais ces derniers ont ensuite fait des contre-performances tandis que Warren Buffett a lui continué à battre le marché. L'idée originale de Staman et Scheid est que pour faire la différence entre ce que les investisseurs attendent et ce qui est observé, il suffit de regarder les cours partant du principe que la valeur d'une action aujourd'hui est la valeur actuelle de ses cash flows futurs tels qu'ils sont vus par les investisseurs. Pour Samuelson¹⁵, la reconnaissance du talent de Warren Buffet doit déjà être dans les cours. C'est cette hypothèse que testent Statman et Scheid. Le cours observé le 10 mai 1965 correspond donc aux anticipations des investisseurs à cette date. Sur la base d'un taux d'actualisation correspondant au risque de la société, et en faisant l'hypothèse que les investisseurs

¹⁰ Otuteye E. et M. Siddiquee, 2019, « Buffett's alpha: further explanations from behavioral value investing perspective », *Financial Markets and Portfolio Management*, vol. 33, N°4, p. 471-490.

¹¹ Sur les erreurs d'investissement de quelques grands investisseurs, voir l'ouvrage de Michael Batnick, 2018, « *Big mistake. The best investors and their worst investment* », Wiley. Voir en particulier les chapitres 8 et 14 consacrés à Warren Buffett et Charlie Munger.

¹² Pour une définition et analyse de ces biais, voir Chikh S. et P. Grandin, 2016, *Finance comportementale*, Economica.

¹³ Statman M. et J. Scheid, 2002, « Buffet in foresight and hindsight », *Financial Analysts Journal*, July-August, p. 11-18.

¹⁴ Fischhoff, B., 1975. Hindsight/foresight: the effect of outcome knowledge on judgement under uncertainty. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, vol. 1, p. 288-299.

¹⁵ Samuelson P., 1989, « The judgment of economic science on rational portfolio management: indexing, timing, and long-horizon effects », *Journal of Portfolio Management*, vol. 16, N°1, p. 4-12.

auraient été capables de prévoir le cours observé fin décembre 2000 c'est-à-dire en anticipant correctement son talent de gérant, le cours du 10 mai 1965 aurait dû être de 1383\$, soit 77 fois plus élevé que ce qu'il était ! Il est donc difficile rétrospectivement d'affirmer que ce qui est arrivé devait arriver ! Il est en effet toujours plus facile de prévoir le passé que l'avenir ! Statman et Scheid ont refait les mêmes calculs chaque année sur leur période d'étude et parviennent toujours à la même conclusion. Il est donc facile de déduire le génie de Warren Buffett de ses performances passées mais il est plus délicat de prévoir qui sera le prochain Warren Buffett.

Pour les fonds d'investissement classiques, il est seulement possible d'observer leur performance *a posteriori*. Une comparaison avec la moyenne des autres fonds comparables avec leur indice de référence permet de faire ressortir les meilleurs. Sur cette base, Marcus¹⁶ s'est intéressé au fonds Magellan dirigé par Peter Lynch de 1977 à 1990. Il a battu le S&P 500 onze années sur les treize avec une rentabilité moyenne de 29% contre 15,52% pour celle du S&P 500. La probabilité de choisir au hasard un fonds qui a une telle performance est inférieure à 5% mais Marcus souligne que Magellan n'est pas un fonds qui a été choisi au hasard. Il a été choisi parce que l'on sait *a posteriori* qu'il a eu de très bonnes performances sur les treize années. Pour combattre ce biais de prévisibilité *a posteriori*, il faudrait se placer au début de la période et pas à la fin ! Comme Cornell l'a fait dans son analyse de 2018, il fait l'analogie avec un concours de lanciers de pièces de monnaie. Si 50 joueurs lancent une pièce treize fois et que le gagnant est celui dont la pièce tombe onze fois sur pile, on n'en déduirait pas que sa pièce est truquée mais que pour 50 joueurs, il y a une probabilité de plus de 40% que la pièce du gagnant tombe au moins onze fois sur pile. En revanche, une pièce choisie au hasard qui tomberait onze fois sur pile pour treize lanciers serait suspecte ! Analysant les performances du fonds Magellan en contrôlant cet effet, Marcus n'exclut pas le fait qu'elles puissent être le fait du hasard, mais en tenant compte de l'ampleur avec laquelle le fonds a battu le marché, sa conclusion est que Peter Lynch a bien fait preuve d'un talent exceptionnel lorsqu'il était à la tête du fonds. Statman et Scheid se montrent quand même très circonspects quant à de telles conclusions. Ils rappellent que Baks, Metrick et Watcher¹⁷ montraient que les performances du fonds Oakmark Fund ne pouvaient pas être le fait du hasard comme celles du fonds Magellan. L'étude portait sur la période 1991-1996 pendant laquelle le fonds avait généré un alpha mensuel de 1,02%. Or ce fonds a sous-performé l'indice S&P 500 les quatre années suivantes et son gérant a été remercié.

L'analyse des performances de Berkshire Hathaway font ressortir sans aucune discussion le talent hors norme de son principal gérant Warren Buffett. Les auteurs qui s'y sont intéressés ne le contestent pas. Warren Buffet serait l'arbre qui cache la forêt, celui qui bâtit le marché alors qu'en moyenne la rentabilité nette des fonds n'est pas supérieure à celle du marché. La question fondamentale pour les investisseurs aujourd'hui est de savoir dans quelle mesure ils peuvent anticiper qui sera le prochain gérant de cette trempe et s'ils peuvent le savoir en étudiant la rentabilité passée des fonds. Cela reste sans aucun doute un exercice qui s'avère difficile.

Sabrina Chikh, Professeur associé, SKEMA Business School
Pascal Grandin, Professeur, FFBC-IMMD, Université de Lille

Février 2020

¹⁶ Marcus A.J., 1990, « The Magellan fund and market efficiency », *Journal of Portfolio Management*, vol. 17, N°1, p. 85-88.

¹⁷ Baks K., A. Metrick et J. Watcher, 1999, « Bayesian performance evaluation », <https://www.nber.org/papers/w7069>. Les auteurs proposent dans cet article une méthode permettant d'attribuer les bonnes performances d'un fonds au talent de son gérant avec une certaine fiabilité.