

Lettre du 2e trimestre 2016 - publiée le 12 juillet 2016

* Pour des fins de préservation de notre propriété intellectuelle, cette version fut reformatée pour le public général.

Ces investisseurs légendaires qui sous performant une année sur trois

Chères clientes, chers clients,

Depuis le début de l'année, les rendements obtenus par MEDICI sont inférieurs à ceux des indices de référence. À court terme, cette sous-performance ne devrait pas vous inquiéter outre mesure.

Pour nos clients de longue date, il ne s'agit que l'histoire qui se répète. Nos rendements ont sous performé les indices en 2010 et en 2012 mais nous avons tout de même généré un rendement annualisé de 18,2% de 2009 à 2015 (comparativement à 11,8% pour les indices).

Les revues annuelles de gestion de portefeuille que nous faisons avec tous nos clients nous ont appris que vous avez un niveau de confiance inégal envers notre stratégie d'investissement et son exécution. Le principal facteur qui influence cette confiance est le rendement obtenu à même votre portefeuille depuis votre arrivée, et ce, peu importe les rendements que MEDICI a généré depuis sa création. Autrement dit, quand bien même nous avons obtenu de bons rendements dans le passé, cette performance n'a pas beaucoup de valeur tant que vous ne les avez pas vous même réalisés à même votre portefeuille. Nous en sommes conscients et nous comprenons ce fait. Ce sur quoi nous voulons insister dans cette lettre est l'idée que notre objectif est de battre les indices à long terme et non à court terme. Par conséquent, il est illusoire de croire que MEDICI surpassera constamment les indices sur toutes les périodes de temps. Il arrivera tôt ou tard des périodes de sous performance comme celle que nous vivons actuellement.

En 1984, Warren Buffett, l'investisseur légendaire et PDG de Berkshire Hathaway rédigeait un article nommé *Superinvestors of Graham and Doddsville*. Pour ceux qui ne sont pas familiers avec Buffett, disons d'emblée qu'il est le Wayne Gretzky de l'investissement. Dans l'article des *Superinvestors*, Buffett avait identifié un groupe de six gestionnaires (en plus de lui-même) qu'il connaissait depuis plus de 15 ans et qui avaient une approche

d'investissement similaire à celle qu'il préconise. Dans l'article, Buffett attire notre attention sur le rendement annuel de chacun de ces gestionnaires. Les constats dont on peut tirer de cet article sont très éloquentes.

Liste des sept Superinvestors :

- Warren Buffett
- Pacific Partners
- Stan Perimeter
- Sequoia Fund
- Walter Schloss
- Tweedy, Browne
- Charles Munger

D'abord, ces sept gestionnaires ont réalisé une performance à faire rêver. Ils ont généré un taux de rendement annualisé variant entre 14% et 24% sur un horizon de 13 années ou plus. Le gestionnaire ayant obtenu la moins bonne performance du lot a multiplié par 5,5 fois la mise de départ en 13 ans. Pas si mal, n'est-ce pas?

Ce qui est d'autant plus étonnant, c'est que durant cette période, ces gestionnaires ont tous, au mieux, sous performé l'indice Standards and Poors 500 de la bourse américaine une année sur cinq. Dans les moins bons cas, le gestionnaire en question a sous performé l'indice une année sur deux. En moyenne, la plupart ont sous performé une année sur trois.

Plus étonnant encore, certains de ces gestionnaires ont sous performé sur de très longues périodes de temps pour tout de même générer un rendement à faire rougir plus d'un. Par exemple, le Fonds Sequoia a connu deux séquences de trois années consécutives de rendements en dessous des indices. Malgré cette adversité, le fonds a quand même généré un rendement annuel composé de 18,2% sur 14 ans. La palme revient tout de même aux gestionnaires de Pacific Partners. Ces derniers ont connu une période de sous performance de six années consécutives et ils ont tout de même généré un rendement annualisé de 23,6% sur 19 ans.

Retour en 2016. Si nous jetons un coup d'œil à la

deuxième page du rapport annuel de Berkshire Hathaway, l'entreprise dirigée depuis 51 ans par Buffett, nous remarquons que le rendement de son cours boursier fut inférieur à l'indice S&P 500 durant 17 années. Cela représente 33% du temps ou une année sur trois. Il s'agit pourtant du meilleur investisseur de tout les temps! Cela n'a pas empêché le cours boursier de Berkshire Hathaway de générer un rendement annualisé de 20,8% sur cette longue période. Pour vous donner une idée concrète, un montant de 100\$ investi il y a 51 ans à 20,8% par an vaut aujourd'hui 1,53M\$. Avec des chiffres aussi éloquents, notre attention doit réellement porter sur le long terme. L'idée de battre les indices à tous les ans, vous l'aurez convenu, devient secondaire.

«Surpasser les indices constamment et à chaque année n'est ni nécessaire, ni réalisable.»

Commentant l'article de Buffett lors de sa sortie en 1984, le journaliste V. Eugene Shahan a indiqué que nous devrions tous nous éloigner de l'idée que les rendements trimestriels ou annuels aient beaucoup de signification. Vous comprendrez qu'avec les exemples énumérés ci-dessus, surpasser les indices constamment et à chaque année n'est ni nécessaire, ni réalisable. Si les meilleurs investisseurs au monde n'y sont pas arrivés, pourquoi aurions-nous la prétention de mieux faire?

Chaque année, lors de la publication de notre lettre annuelle, nous en profitons pour publier nos six principes de base. À la lumière des explications précédentes, l'un de nos principes ressort du lot, soit celui que notre travail doit être évalué sur plusieurs années, préférablement sur un horizon de cinq ans:

Notre travail s'évalue sur plusieurs années et non une seule année : «Le temps est l'ennemi de la mauvaise entreprise et l'allié de la bonne» dit Warren Buffett. Ce n'est qu'avec le cumul d'un certain nombre d'années que notre valeur ajoutée peut être évaluée car même les meilleures entreprises peuvent connaître des ratées en bourse durant un certain temps. Notre travail doit être jugé sur quelques années et préférablement sur un horizon de cinq années consécutives.

A-t-on modifié notre stratégie?

Au cours des derniers mois, la question à savoir ce qui a changé chez MEDICI nous a été posée à

quelques reprises.

D'abord, nous avons, et ce depuis déjà quelques années, systématisé notre approche à l'investissement. Notre stratégie, affichée en gros caractères dans nos bureaux nous incite à garder une discipline quant à son application. Tous nos rapports d'analyse sont rédigés en fonction des quatre piliers de notre stratégie : Une «performance économique supérieure», la «présence d'avantages concurrentiels durables» (et idéalement en expansion), une «gouvernance exemplaire» et une «évaluation raisonnable». Il n'y a aucun changement de ce côté.

Au delà de ces quatre piliers, une compréhension approfondie du modèle d'affaires de l'entreprise évaluée est essentielle pour circonscrire le plus possible les risques de l'investissement visé. Les résultats de toutes nos recherches sont consignés dans des rapports écrits. Ces derniers sont ensuite chaudement discutés et débattus au comité d'investissement hebdomadaire. Lors de ces réunions, chacun de nous doit appuyer ses explications sur des faits. Notre attitude doit être également critique face à l'opportunité afin de se conformer à notre rôle premier de fiduciaire des actifs de nos clients. Encore ici, il n'y a aucun changement, nous appliquons les mêmes façons de faire que celles que nous appliquons à nos premières années.

Au cours des deux dernières années, Eddy Chandonnet et Aaron Lanni se sont ajoutés au comité d'investissement. Ces deux investisseurs ont contribué à améliorer les méthodes de la firme. La rigueur d'Eddy amène toute l'équipe à être mieux préparée. De nature méfiante, Eddy nous force à démontrer très clairement notre argumentaire pour accepter une idée. Il n'est pas rare que nous devons revalider plusieurs points de notre opportunité face à ses questionnements. De son côté, Aaron a contribué à l'élaboration de plusieurs nouvelles idées d'investissement que MEDICI suit aujourd'hui de près. Nous avons investi dans certaines d'entre elles, notamment (société inconnue 1) qui fut un ajout récent dans les portefeuilles. La capacité d'Aaron à créer des liens avec les dirigeants de sociétés a permis d'améliorer notre compréhension de plusieurs entreprises. Nous suivons aujourd'hui un nombre plus important de sociétés, ce qui nous donne accès à un plus grand univers d'optimisation tout particulièrement lorsque la bourse est volatile. En fin de compte, s'il y a eu un changement au sein de MEDICI, c'est celui que nos processus d'investissement sont encore plus approfondis.

Il arrive cependant que les réactions de nos clients changent au fil des ans. Nous avons remarqué que lorsque la bourse est volatile, plusieurs investisseurs à long terme rangent les longues vues pour surveiller, à la loupe, les fluctuations boursières à court terme. À moins d'avoir besoin de décaisser l'entièreté de votre portefeuille dans le prochain mois ou la prochaine année (et nous nous assurons que ce ne soit pas le cas), il n'y a aucune raison de se laisser emporter par tout ce bruit médiatique.

«S'il y a eu un changement, c'est celui que nos processus d'investissement sont encore plus approfondis.»

Au cours des cinq dernières années, il y a eu une multitude de prétextes pour ne pas investir. En 2011, les pseudo-spécialistes nous disaient de tout vendre car ils prévoyaient une double récession («double-dip-recession»). En 2013, ce fut la crise du plafond de la dette américaine. En 2015, c'était la crise en Grèce. Cette année, c'est le Brexit. L'an prochain ce sera, qui sait, les élections américaines? Comme vous le remarquerez, chaque année comporte son lot de mauvaises raisons pour paniquer. Sur les cinq dernières années, la bourse américaine ramenée en dollars canadiens s'est appréciée à un rythme annualisé d'environ 12,5% lorsqu'on inclut le dividende. Celui qui a pris panique en raison de ces prophéties de malheur a perdu l'opportunité de pratiquement doubler son capital sur cinq ans.

Notre travail de recherche

Lors des derniers mois, nous avons assisté à plusieurs assemblées annuelles et autres événements. Nous étions présents aux assemblées annuelles de Berkshire Hathaway à Omaha, de (société inconnue 2), de la (société inconnue 3) et de (société inconnue 4). Nous avons aussi assisté à (société inconnue 5) en plus de rencontrer individuellement MM. (individu inconnu 1), (individu inconnu 2) et (individu inconnu 3).

Durant nos déplacements, nous avons visité plusieurs commerces tels que le détaillant de meubles Nebraska Furniture Mart, le détaillant (société inconnue 6), le détaillant (société inconnue 7) ainsi que les restaurants (société inconnue 8) et (société inconnue 9).

Ces visites sont toujours fort intéressantes car elles permettent de valider sur le terrain des détails dont nous avons connaissance qu'en lisant les écrits et en scrutant les états financiers.

Médias

Nous avons été déçus d'apprendre il y a quelques mois la fermeture de la chaîne Argent. Il existe relativement peu de contenu à la fois nouveau, utile et intéressant sur l'investissement au Québec. On ne peut que se désoler de voir cette chaîne disparaître du paysage télévisuel. Certains de nos clients avaient fait une habitude de regarder nos présentations à cette station. À défaut de prendre de nos nouvelles sur la chaîne Argent, nous participons régulièrement à RDI Économie, à la rédaction d'articles dans Les Affaires (édition papier) et à la section «Affaires» de La Presse+. Nous avons récemment commencé à participer à une chronique-vidéo sur LesAffaires.com à toutes les cinq semaines. Enfin, nous songeons également à produire du contenu exclusif sur les médias sociaux notamment sur notre page Facebook et Twitter. Ceux qui ont un compte sur l'un ou l'autre de ces réseaux sont invités à nous joindre.



www.facebook.com/gpsmedici



www.twitter.com/gpsmedici

Notre équipe s'agrandit

L'équipe MEDICI souhaite la bienvenue à Karl Provencher qui s'est joint à la firme il y a un peu plus de deux mois maintenant. Karl est diplômé en finance et candidat au titre de CFA. Ce dernier épaulera Karine, Eddy, Pierre-Olivier et moi-même dans les revues annuelles de portefeuille. Il participe entre autre à l'élaboration des Énoncés de Politique de Placement qui nous permettent de mieux comprendre votre situation financière et vous prodiguer des conseils pour vous aider à atteindre vos objectifs financiers. Puisqu'il participe à plusieurs revues de portefeuille, vous aurez probablement l'occasion de le rencontrer lors de votre prochaine visite.

En tant qu'équipe, MEDICI aspire non seulement à battre les marchés à long terme sans prendre des risques supplémentaires, mais aussi à assurer une

connaissance impeccable de nos clients. Parfois, nos clients vivent des enjeux financiers qui peuvent nuire à leur qualité de vie ou à celle de leur famille. L'idée d'éliminer vos tracas financiers est très stimulante. Sans une planification détaillée et une bonne connaissance de vos enjeux financiers, cette idée ne peut devenir réalité. S'il y a un but ultime en gestion de portefeuille, c'est celui de vous permettre, peu importe la taille de votre patrimoine, d'atteindre vos objectifs et de le faire de manière à ce que vous dormiez sur vos deux oreilles.

Nous demeurons disponibles pour répondre à vos questions.

Au nom de toute l'équipe MEDICI, je vous souhaite un bon et serein été.



Carl Simard, B. Sc. Act., MBA, CFA
Président – Gestionnaire de Portefeuille
MEDICI
carl.simard@gpsmedici.ca

Annexe

PAGE 2 DU PLUS RÉCENT RAPPORT ANNUEL DE BERKSHIRE HATHAWAY

Source: www.bershirehathaway.com

Années de sous performance encadrées en rouge par MEDICI

Berkshire's Performance vs. the S&P 500

Year	Annual Percentage Change		
	in Per-Share Book Value of Berkshire	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P 500 with Dividends Included
1965	23.8	49.5	10.0
1966	20.3	(3.4)	(11.7)
1967	11.0	13.3	30.9
1968	19.0	77.8	11.0
1969	16.2	19.4	(8.4)
1970	12.0	(4.6)	3.9
1971	16.4	80.5	14.6
1972	21.7	8.1	18.9
1973	4.7	(2.5)	(14.8)
1974	5.5	(48.7)	(26.4)
1975	21.9	2.5	37.2
1976	59.3	129.3	23.6
1977	31.9	46.8	(7.4)
1978	24.0	14.5	6.4
1979	35.7	102.5	18.2
1980	19.3	32.8	32.3
1981	31.4	31.8	(5.0)
1982	40.0	38.4	21.4
1983	32.3	69.0	22.4
1984	13.6	(2.7)	6.1
1985	48.2	93.7	31.6
1986	26.1	14.2	18.6
1987	19.5	4.6	5.1
1988	20.1	59.3	16.6
1989	44.4	84.6	31.7
1990	7.4	(23.1)	(3.1)
1991	39.6	35.6	30.5
1992	20.3	29.8	7.6
1993	14.3	38.9	10.1
1994	13.9	25.0	1.3
1995	43.1	57.4	37.6
1996	31.8	6.2	23.0
1997	34.1	34.9	33.4
1998	48.3	52.2	28.6
1999	0.5	(19.9)	21.0
2000	6.5	26.6	(9.1)
2001	(6.2)	6.5	(11.9)
2002	10.0	(3.8)	(22.1)
2003	21.0	15.8	28.7
2004	10.5	4.3	10.9
2005	6.4	0.8	4.9
2006	18.4	24.1	15.8
2007	11.0	28.7	5.5
2008	(9.6)	(31.8)	(37.0)
2009	19.8	2.7	26.5
2010	13.0	21.4	15.1
2011	4.6	(4.7)	2.1
2012	14.4	16.8	16.0
2013	18.2	32.7	32.4
2014	8.3	27.0	13.7
2015	6.4	(12.5)	1.4
Compounded Annual Gain – 1965-2015	19.2%	20.8%	9.7%
Overall Gain – 1964-2015	798,981%	1,598,284%	11,355%