

## Interview With Francois Rochon

Publisher Sanjeev Parsad

MSN Berkshire Hathaway Shareholders Board



Date July 14, 2005

Il y a quelques années, mon ami John Zemanovich m'a parlé d'un de ses amis et collègue François Rochon de Giverny Capital. J'ai fait un peu de recherche sur François et découvert son site Internet, où j'ai lu ses rapports annuels. Ses résultats sont impressionnants mais son processus de réflexion est encore plus passionnant.

C'est fascinant de voir combien une philosophie de placement avec un « important escompte et une large marge de sécurité » transcende différentes feuilles de route. En véritable disciple de Warren Buffett et de Ben Graham, François s'est converti d'ingénieur en exceptionnel gestionnaire de portefeuilles. Du 1<sup>er</sup> juillet 1993 au 31 décembre 2004, soit sur 11 ans et demi, il a maintenu un rendement annualisé de 19,97%.

François a accepté avec gentillesse de participer à une entrevue et c'est avec plaisir que je le présente au Groupe MSN de Berkshire Hathaway.

Sanjeev Parsad

### **Séance de questions-réponses avec François Rochon**

- Quand avez-vous entendu parler de Buffett et Graham? Était-ce à votre époque chez Montrusco ou avant.
- Oh, c'était dans mes tout débuts, soit vers la fin de 1992. J'ai découvert ces deux investisseurs par l'entremise d'articles de journaux. C'est à mon bon ami Bernard Mooney que revient l'honneur de m'avoir fait découvrir les rapports annuels de Warren Buffett en 1993. Ce fut le point tournant.
- Charlie Munger mentionne que les meilleurs hommes d'affaires et les meilleurs investisseurs ont souvent des feuilles de routes peu orthodoxes. Comme bien d'autres grands investisseurs, vous ne venez pas du monde de la finance. Comment cela a-t-il influencé votre processus de réflexion ?
- Je crois que ma formation en génie est en effet un avantage (comme dirait Peter Lynch: "Imaginez tout ce que je n'ai pas eu à désapprendre"). Je crois qu'une éducation scientifique vous donne un cadre plus analytique et rationnel. Je tente de comprendre la nature profonde de l'investissement, comment réellement obtenir des rendements supérieurs, etc. Lorsque vous avez un esprit scientifique, vous devenez très sceptique vis-à-vis les méthodes de gestion moderne de portefeuilles (avec leurs « beta » et « écart-type »). Aussi, les méthodes dites

automatiques ou neurales pour bâtir des portefeuilles me semblent bien simplistes. C'est tellement évident qu'on ne peut juger les résultats d'un portefeuille sur quelques années considérant combien les cotes boursières sont irrationnelles et imprévisibles à court terme. Comment ne pas être amusé par les gens qui basent leur jugement et ensuite leur décision en analysant des rendements boursiers à une décimale près (0,1%) ?

- Quel est votre livre de placement favori dont la plupart d'entre nous n'avons jamais entendu parler ?
  - Ce n'est pas facile comme question considérant le nombre de livres que les gens de votre groupe ont dû lire. J'en choisirais deux : "*The evaluation of common stocks*" écrit en 1959 par le fondateur de Value Line, Arnold Bernhard. Je l'ai trouvé dans une librairie de livres usagés à New York (pour \$1). Il y a aussi un excellent chapitre traitant du placement boursier dans le livre de J. Paul Getty : « Comment devenir riche ».
- Question hypothétique: Disons que vous saviez que alliez perdre la mémoire demain matin. En quelques mots, quelle lettre vous écririez-vous pour vous aider à tout réapprendre ?
  - Je n'écrirais que cette phrase: "Lis les rapports annuels de Warren Buffet sur le site Internet : [www.berkshirehathaway.com](http://www.berkshirehathaway.com)". De là, je pourrais redécouvrir les écrits des grands maîtres comme Graham, Fisher, Munger et bien d'autres.
- Comment déterminez-vous que vous avez trouvé un bon placement ? Quels sont les éléments ayant le plus d'importance à vos yeux : la direction, les chiffres, le ratio prix/valeur, la performance économique, etc. ?
  - Je commence toujours avec les chiffres : la performance des 10 dernières années aux niveaux des revenus, des profits, du rendement de l'avoir, des marges, etc. Je compare ensuite avec des joueurs similaires dans l'industrie. Parfois, une compagnie se distingue clairement, j'essaie de savoir pourquoi. Qu'est-ce que cette entreprise fait de mieux que les autres (a-t-elle un avantage compétitif ou non) ? Je lis les messages du PDG et des interviews avec lui. J'essaie de voir ce que les 5 prochaines années (même 10 si possible) vont avoir l'air. Je cherche à posséder des compagnies qui peuvent faire croître leurs bénéfices par action (BPA) à deux fois le niveau moyen (soit 12% ou plus).
  - Je regarde aussi combien les dirigeants ont investi dans l'entreprise, combien ils se payent en salaire et le niveau des *stock options*. Au bout du compte, investir c'est, en une phrase, devenir partenaire avec les hauts dirigeants. Je veux devenir partenaire avec des gens exceptionnels. Ils doivent avoir le feu sacré. Il ont cette volonté de bâtir quelque chose qui va durer, pas seulement pour leur propre bien mais surtout parce qu'ils s'accomplissent à travers l'acte de réalisation proprement dit. Ils doivent faire preuve de sollicitude et d'équité envers tous ceux qui font affaire avec l'entreprise : les clients, les fournisseurs, les employés et les actionnaires.

- À l'étape finale d'acquisition, je tente d'estimer combien cette entreprise vaut et j'essaie de l'acheter à la moitié du niveau qu'elle devrait s'échanger dans cinq ans si tout se déroule comme prévu (pour ainsi réaliser 15% de rendement annuel).
- Comment déterminez-vous qu'il est temps de sortir d'une participation? Est-ce plus un art ou une science ?
- Je vends pour une des quatre raisons suivantes:
  - J'ai fait une erreur.
  - Les caractéristiques économiques de l'entreprise se sont détériorées ou je ne suis pas en accord avec une décision de la haute-direction (qui pourrait s'avérer un prélude à la détérioration).
  - Le titre me semble beaucoup trop cher en Bourse.
  - J'ai trouvé une meilleure opportunité de placement. À ce moment, cela fait du sens de vendre le titre A pour acheter le titre B.
- J'ajouterais que la partie scientifique est d'être discipliné : ne pas vendre pour des raisons irrationnelles (lire "émotives"). Au fond, nous devons vendre quand les raisons pour lesquelles nous avons acheté une action en premier lieu ne sont plus valables. La partie artistique est de pouvoir sentir que quelque chose ne va pas avec la compagnie. Il faut apprendre à lire entre les lignes pour pouvoir détecter qu'il y a du sable dans l'engrenage!
- Avec votre approche "valeur" et de quête de durabilité économique, comment conciliez-vous le fait d'acheter des compagnies technologiques ?
- En fait, j'utilise simplement la même approche. Je me demande : Est-ce que je comprends les produits et les activités de la compagnie ? Où va-t-elle être dans 5 ans ? Ai-je confiance dans les dirigeants ? Est-ce que l'évaluation boursière est raisonnable ? Il faut accepter, si on décide d'investir dans un tel secteur, que les changements dans la nature des produits sont rapides. Il faut plus que jamais, ne pas succomber au déni quant à la nature hyper changeante de ce secteur. Nous n'avons pas bien fait avec certaines compagnies de hautes technologies (Vitesse Semiconductor par exemple) mais d'autres placement dans ce secteur se sont avérés très rentables. J'ai acheté des actions de Intel et de Sun Microsystems en 1994 et ce furent d'excellents placement durant la période où nous les avons détenus. Pour Sun Micro, par exemple, il fallait être prêt à vendre si on sentait que la compagnie était en voie de manquer un virage technologique. C'est ce que j'ai fait en 1997 quand j'ai vendu Sun alors que j'avais des craintes quant à l'avenir des serveurs UNIX.
- Dans le cas d'Intel, le titre est devenu très cher en 2000 (un cours-bénéfices dans les 40 fois). J'ai donc vendu la grande majorité de mes parts. Mais je crois toujours qu'Intel – dans le marché des CPU – a un solide et durable avantage compétitif, tel un fossé qui la protège des compétiteurs. Ce n'est pas un fossé aussi large et profond que celui de Coke, mais c'est un bon fossé quand même. Et Microsoft a aussi un bon fossé dans le marché des systèmes d'exploitation. C'est donc possible de trouver des entreprises technologiques avec une certaine durabilité dans leur modèle économique. C'est important de connaître

l'histoire pour réaliser que des compagnies autrefois dominantes comme Burroughs, IBM, NCR, Remington Rand, Digital, etc. ont toutes manqué un virage à un moment donné. Elles n'ont jamais retrouvé leur niveau de domination par la suite.

- Combien d'actifs avez-vous sous votre administration? Combien de gens font partie de l'équipe de Giverny Capital ?
- Nous avons \$104 millions sous gestion. Nous sommes 5 personnes.
- Quel est le meilleur conseil que vous pourriez donner à quelqu'un qui songerait à entrer dans le monde de la gestion des capitaux?
- Soyez indépendant d'esprit pour ne pas être affecté par ce que les autres pensent (comme écrivait Ben Graham dans le livre *L'investisseur intelligent* : « Vous n'avez ni tort ni raison parce que les autres sont en accord avec vous. Vous avez raison parce que vos données et raisonnement sont corrects »). Soyez actif (comme un grand peintre, peint ; un grand investisseur, investit). Et plus important que tout, soyez patient (les bons résultats exigent du temps).
- Vous avez rencontré des dirigeants de compagnies exceptionnelles. En plus de Buffett et de Munger, quels sont ceux qui vous ont le plus impressionné et pourquoi ?
- Il y en a tellement, je ne saurais où commencer! J'ai un grand respect pour Robert Shillman, le fondateur de Cognex (Dr. Bob pour les intimes), ses rapports annuels sont très intéressants. Je l'ai rencontré à trois reprises et il m'est apparu à chaque fois comme quelqu'un de distingué. Il aime profondément ses employés et il est un leader incroyable. J'admire aussi le fondateur de Fastenal, Robert Kierlin. Il est un grand exemple d'intégrité et il est surtout un homme d'affaires exceptionnel. Peter Lewis à Progressive et Robert Wilmers à M&T Bank ont considérablement enrichi leurs actionnaires (et je partage également avec M. Lewis une passion pour l'art contemporain). J'aime lire les écrits de Peter Rose, le PDG de Expeditors International. J'aime aussi lire ses réponses aux questions des actionnaires (formulaires 8-K à la SEC). Au Québec, j'admire Yves Des Groseillers, le PDG du Groupe BMTC, une chaîne de magasins de meubles. C'est un maître dans la répartition d'actif. Dans la même industrie, j'ai eu la chance de rencontrer Bill Child (R.C. Willey) à deux reprises. Il est carrément une inspiration pour moi. Il est le genre d'être humain que j'aspire à devenir. Finalement, j'aimerais vous recommander la lecture du livre "Plain Talk" de Ken Iverson, l'extraordinaire PDG de Nucor durant 30 ans, qui malheureusement nous a quitté en 2002.
- Est-ce que la souveraineté du Québec influence vos décisions de placement? Qu'en est-t-il de l'influence en général des situations géopolitiques?
- En général, le paysage politique ne m'influence presque pas. Comme j'aime dire : un bon capitaliste s'adapte. Dans cette optique, un bon homme (femme)

- d'affaires doit savoir bien faire peu importe l'environnement. J'aime lire l'histoire du capitalisme et des civilisations donc je sais qu'il y a toujours quelque chose pour nous tracasser (il y en aura toujours). Dans le cas du Québec spécifiquement, s'il devient souverain, ce ne sera pas un état communiste donc le monde des affaires ne devrait pas être très affecté. Le plus important partenaire commercial du Québec sont les Etats-Unis et je ne vois vraiment pas pourquoi cela changerait en cas d'indépendance.
- Mais j'aime le pessimisme, pour des raisons politiques ou autres. J'aime quand les autres me vendent leurs actions pour des raisons non liées à la valeur intrinsèque de l'entreprise. En fait, mon meilleur placement à ce jour fut effectué la journée du référendum de 1995 alors que j'avais acheté des actions du Groupe BMTC à 0,88\$ (le cours est à 13,50\$ aujourd'hui). Allez savoir pourquoi, les titres québécois n'étaient pas en forte demande ce jour-là!
  - John Zemanovich aimerait savoir pourquoi vous avez acheté des actions de Krispy Kreme? Était-ce une décision d'affaire ou est-ce que simplement les beignets avaient « aveuglés » votre processus décisionnel? (John et François sont d'excellents amis).
  - Vous pouvez dire à ce cher John que je n'étais pas aveuglé mais plutôt envoûté par les beignets de Krispy Kreme. Sérieusement, j'aimais le produit, j'aimais les magasins, je pensais que la marque de commerce était solide et manifestement la compagnie allait très bien quand j'ai commencé à acheter des actions. J'ai en effet débuté avec une petite participation (1%). En fait, la plupart du temps, je commence un nouvel investissement avec un petit poids des portefeuilles. Je crois qu'il faut vivre quelques mois avec sa copine avant de se marier. Et je n'ai jamais augmenté notre participation et j'ai vendu quelques temps après (j'ai au moins fait cela de correct !). Je crois que le produit de KK est encore bon et que la marque de commerce survivra cette crise. Mais il me semble – avec du recul – que la direction a voulu faire croître la compagnie trop vite. J'aurais dû me remémorer les sages paroles de Peter Lynch : « Plus de compagnies meurent d'indigestion que de famine » (calembour voulu !).
  - Que faites-vous quand une compagnie a des problèmes importants? Comment arrivez-vous à décider si la situation est corrigible ou sans espoir ?
  - C'est simple, je vais à la compagnie et règle tous les problèmes. Non non je blague évidemment. J'essaie de décider objectivement si j'achèterais des actions de cette compagnie si je n'en possédais pas déjà. Si la réponse est non, je vends. Et je fais un “postmortem” pour comprendre ce qui a mal tourné. Si je réalise que j'ai fait une erreur, ce placement devient éligible pour une médaille dans mon rapport annuel.
  - Quels autres gestionnaires de portefeuilles (disons à part Buffett and Munger) admirez-vous?
  - J'admire beaucoup Bill Ruane et Bob Goldfarb (du fonds Sequoia). J'adore m'asseoir à la première rangée lors de l'assemblée annuelle de Sequoia et écouter

attentivement ce qu'ils ont à dire sur le placement. J'aime aussi Eric Ende (Source Capital). Selon moi, il sait investir avec sagesse et avec un horizon temporel lointain. J'admire énormément Bill Miller même si je n'achèterais pas toujours les mêmes titres que lui. Ses écrits sont de purs trésors. Finalement, j'aime les gestionnaires de la firme Wasatch (située en Utah). Ils savent dénicher de jeunes et dynamiques entreprises.

- Vous avez écrit pour le journal "Les Affaires" et le site "Webfin". Vous écrivez aussi de merveilleux rapports annuels : des plans pour écrire un jour un livre sur le placement ?
- J'aimerais bien un jour, mais comme je n'ai seulement que 36 ans, j'ose croire que je n'en suis qu'aux premiers chapitres de ma vie...
- Si vous ne pouviez avoir qu'une chose parmi celles-ci - un « dilly bar », des bonbons de « See's candy » ou un beignet de Krispy Kreme – quelle serait-elle?
- Vous savez, il fait tellement chaud ces jours-ci que je pencherais pour un « dilly bar ». En fait, mon dessert favori (qui est vendu indirectement par Berkshire Hathaway) est un blizzard aux biscuits Oreo de Dairy Queen!

Merci beaucoup François d'avoir pris le temps de faire cette entrevue. Les membres de notre groupe vont continuer de suivre vos succès et nous avons hâte de lire vos prochains rapports annuels.