



SEULS  
LES MEILLEURS  
GAGNENT



PETER SEILERN



SEULS  
LES MEILLEURS  
GAGNENT

Les 10 règles d'or  
pour des rendements à long terme  
avec un risque minime

MAXIMA

Suivi éditorial : Delphine Levêque, Yaël Bourcet et Roxane Vincent  
Fabrication : Lucie Grenet  
Mise en page : Belle Page  
Conception de couverture : Studio Dunod


Première publication : Harriman House Ltd, Grande-Bretagne, 2019.

Titre original : *Only the Best Will Do*.

© Peter Seilern. Le droit de Peter Seilern d'être reconnu comme étant l'auteur du présent ouvrage a été établi conformément à la loi de 1988 sur les droits d'auteur, les dessins et modèles et les brevets (*Copyright, Design and Patents Acts, 1988*).

© Fipsi Seilern pour les illustrations.

© Marie-Agnès Schmitt (MAS Traductions) pour la traduction de l'anglais (Grande-Bretagne) vers le français (France).

<p>Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.</p> <p>Le Code de la propriété intellectuelle du 1<sup>er</sup> juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements</p>	<p>d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.</p> <p>Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris).</p>
	

© Dunod, 2022

11 rue Paul Bert, 92240 Malakoff

ISBN 978-2-8188-1142-9

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2° et 3° a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

*À mes collaborateurs, anciens et actuels, avec mes remerciements.*



# Sommaire

Préface	9
Introduction	13

## PARTIE I – POURQUOI

Chapitre 1 – Rendements supérieurs et moindre risque	21
Des rendements réguliers	24
Le risque	29
Les grands facteurs de risque	32
Le risque est dans l'œil de celui qui regarde	34
L'état d'esprit de l'investisseur	38
Chapitre 2 – Tableau d'ensemble	41
Qu'est-ce qui impulse les marchés ?	42
Marché obligataire et taux d'intérêt	49
Marchés haussiers et baissiers	52
Influences politiques et économiques	53
Environnement, social et gouvernance	59

## PARTIE II – COMMENT

Chapitre 3 – Les dix règles d'or	69
Définir l'univers	71
1. Un modèle économique évolutif	74
2. Une croissance sectorielle supérieure	76
3. Un leadership continu dans le secteur	78
4. Un avantage concurrentiel durable	83
5. Une croissance organique forte	86
6. Une grande diversité de marchés géographiques ou de clients	90
7. De faibles besoins en capitaux et un rendement des capitaux investis élevé	94
8. Une situation financière solide	97
9. Des comptes transparents	101
10. Un management et une gouvernance d'entreprise exceptionnels	103

Chapitre 4 – Construire un portefeuille	109
Rotation et construction du portefeuille	111
Les secteurs recalés	115
Les secteurs qui font la différence	126
Gérer la volatilité du marché	127
Couvrir le portefeuille	128
Chapitre 5 – L’art de la valorisation	131
Une valorisation raisonnable	133
Avoir une vision d’ensemble	137
La mesure de l’investissement sans risque	141
Mise en pratique	143
Cinq actions <i>quality growth</i> reposant sur de fortes convictions	145

### PARTIE III – QUAND ET OÙ

Chapitre 6 – L’approche <i>quality growth</i> à l’épreuve des faits	155
Le mirage du rendement des dividendes	156
Engouements du marché	158
Gestion active <i>versus</i> gestion passive	160
Les entreprises familiales	164
<i>Value, growth</i> et <i>quality growth</i>	167
Les inconvénients de l’investissement <i>growth</i>	168
Quelle différence avec l’investissement <i>value</i> ?	172
Chapitre 7 – Les marchés financiers aujourd’hui	177
Chapitre 8 – Conclusion générale	191
Glossaire	193



# Préface

L'investisseur *quality growth* est celui qui opère en connaissance de cause, ayant au préalable mesuré le risque et fixé ses objectifs, et qui s'astreint à une discipline dont il ne déroge pas. En cela, il n'est pas un spéculateur qui fait de la prise de risque l'une des conditions de son action. Maurice Allais, prix Nobel d'économie, avait évoqué avec humour ce phénomène : « Moins le risque est grand, plus les spéculateurs fuient ». Le livre de Peter Seilern présente sans détour une philosophie d'investissement pérenne en quête d'entreprises dont les bénéfiques croissants stimulent le cours de leurs titres et qui attestent d'un potentiel de profit de qualité supérieure ainsi que d'un rendement constant. Selon cette philosophie, les investissements à long terme se doivent de générer des résultats au-dessus de la moyenne, mais avec des risques réduits.

Dès lors qu'une philosophie d'investissement pose les fondements des actions à entreprendre, il est essentiel que ces dernières soient enfermées dans une discipline faite exclusivement d'exigences et non de vœux pieux. Cette discipline est encodée dans les dix règles d'or qui auraient aussi bien pu être appelées les dix règles de fer tant les contraintes exercées sur les gestionnaires et les analystes sont rigoureuses. Ils fouillent, creusent, modélisent sans relâche les entreprises candidates à l'univers Seilern ainsi que celles qui y sont déjà admises. Cet univers est constitué d'environ soixante-dix titres sur les quelque cinquante mille cotés sur les divers marchés du monde. Sa construction est lente parce qu'elle exclut le doute et l'imprécision : pas d'investissement dans ce qui n'est pas parfaitement bien appréhendé. Cette sélection restreinte exige un suivi méticuleux de chaque entreprise élue, une prise en compte de chaque changement, petit ou grand.

Un univers restreint génère des portefeuilles fortement concentrés qui requièrent une gestion active pour détecter au plus tôt les effets pernicieux d'une dérive. L'entreprise qui ne satisfait plus à l'une des dix règles

d'or, qui génère un taux d'endettement dépassant les normes fixées ou qui renonce à croître de façon organique, préférant une suite d'acquisitions, est radiée de l'univers. Les titres sont conservés dans l'univers au moins cinq ans, certains le sont plus de vingt ans : la preuve concrète d'un investissement fait pour durer.

Une forte concentration des fonds procède assurément d'une forte conviction. Et en matière de conviction, les fonds Seilern ne ressemblent en rien aux fameux *tracker funds* ou aux fonds *value*, pour ne citer que ces deux types de fonds. En effet, les *tracker funds* ne cherchent qu'à reproduire les encours et performances de certains indices. Ils s'équipent à cette fin d'instruments alternatifs, devenant ainsi opaques pour l'investisseur. Quant aux fonds *value*, leur stratégie consiste à investir dans des titres sous-évalués et à les conserver en portefeuille tant que l'écart n'est pas comblé. Mais peut-on vraiment dire qu'ils tiennent compte du potentiel d'une entreprise sur le long terme ? Ces deux types de stratégies ne cherchent pas un partenariat avec les investisseurs : elles restent difficiles à saisir pour ceux qui y adhèrent, mais satisfont les spéculateurs.

Le terme « conviction » n'est pas seulement synonyme de croyance absolue. Une conviction naît aussi de l'observation des faits, s'enracine dans leur analyse : il s'agit alors de comprendre pourquoi et comment un fonds réalise une surperformance ou une sous-performance dans différentes conditions de marché. Il est essentiel de maintenir un dialogue avec l'investisseur et de l'instruire. Nous notons qu'un nombre croissant de nos investisseurs se soucient de moins en moins du creux et de la crête de la vague et que leur objectif est d'arriver dans le port qu'ils ont choisi. Peter Seilern explique parfaitement pourquoi et comment les valeurs boursières conformes à la philosophie *quality growth* évoluent à certains moments du cycle économique. Le détenteur d'actions respectant les règles d'or ne sera donc jamais surpris, car il connaît les paramètres et les aléas de ses investissements : il sait que le rebond sera en grande partie déclenché par la qualité et la capacité de croissance des titres dans lesquels il a investi. Il est aussi totalement au fait qu'un mouvement durable du marché requiert une pondération des portefeuilles en privilégiant les entreprises *quality growth*.

Des investisseurs ont qualifié les fonds Seilern de « purs » en raison de leur transparence, de leur simplicité et de l'absence de compromis. Mais c'est avant tout grâce à la sagesse acquise au gré des méandres des marchés que Peter Seilern a acquis la résilience des vieilles troupes qui savent

## Préface

gérer une situation déjà vue et anticiper des circonstances nouvelles. Cette sagesse s'exprime par les dix règles d'or en se transmettant à chaque génération de gestionnaires et d'analystes. Ce livre est enfin celui d'un orfèvre exigeant qui a peaufiné son savoir-faire, mais aussi vérifié ses techniques et analysé ses résultats dans toutes les conditions possibles de marché. Il s'est mesuré à ses pairs et a constaté qu'il a durablement maintenu un niveau de performance de tout premier ordre. Il a su rester modeste, plaçant au premier rang de ses priorités son seul vrai partenaire : l'investisseur.

Peter Seilern m'a pour un temps confié les rênes de Seilern Investment Management. Ce fut ma dernière aventure professionnelle. Elle fut exaltante, absorbante, mais ô combien satisfaisante. Il m'offre ici une merveilleuse occasion de le remercier de sa confiance et de son soutien.

Jean-Michel Boehm  
Londres, novembre 2021



# Introduction

## La meilleure stratégie d'investissement

Investir est à la fois une science et un art. Égaler le marché relève de nos jours plus de la science que de l'art, et cette tâche est souvent accomplie par un ordinateur. Aujourd'hui, tout investisseur se mesure couramment à la performance d'un indice de référence, et les fonds indiciels gérés par ordinateur et les *Exchange Traded Funds* (ETF) réalisent d'aussi bonnes performances que la plupart des indices, impassiblement, de façon rentable et avec une efficacité presque parfaite.

Faire *mieux* que le marché, en revanche, exige plus d'art que de science. Y parvenir requiert toute la finesse d'esprit d'un être humain, et un certain type de tempérament. L'investissement *quality growth*, l'approche que je décris dans ce livre, est la stratégie la plus fiable et la plus efficace jamais conçue par l'être humain pour obtenir des rendements supérieurs à la moyenne en ayant le moins de risque possible de subir une perte en capital définitive.

À cet égard, cette stratégie s'apparente pour l'investisseur à la quête du Saint Graal. L'investissement *quality growth* puise sa justification dans une solide théorie validée par l'expérience et dans cet élément souvent insaisissable que l'on appelle le bon sens. Or il est surprenant de constater que, malgré la multitude de données empiriques prouvant son efficacité, ce style d'investissement n'est pratiqué que par une petite minorité d'investisseurs professionnels.

Dans ce livre, je m'attache tout d'abord à expliquer dans un langage simple ce qu'est un investissement *quality growth* et pourquoi il produit régulièrement d'excellents résultats. Puis j'expose comment mettre en œuvre au mieux cette stratégie d'investissement et en quoi la vision traditionnelle de l'investissement – qui imprègne une grande partie des pratiques modernes d'investissement – est fortement entachée d'erreurs. Diverses raisons expliquent pourquoi les investisseurs ne sont pas plus

nombreux à appliquer la stratégie que je préconise. Cela tient en partie à des raisonnements qui laissent à désirer, mais aussi à divers facteurs commerciaux et comportementaux qui régissent les modalités de fonctionnement et de régulation des activités d'investissement.

L'intérêt de l'investissement *quality growth* se fait sentir avec le plus d'acuité dans le domaine du financement des retraites, et les fonds de pension feraient bien d'employer cette stratégie d'investissement. Donner aux populations les moyens de vivre confortablement leur retraite est l'un des principaux défis mondiaux auxquels sont confrontés les pays développés en ce <sup>xxi</sup> siècle. Si les décideurs politiques sont au fait de la situation, beaucoup de gens n'ont pas conscience de l'écart grandissant qui existe entre le montant des pensions dont les retraités de demain auront besoin (et qui leur a été promis) et le montant des actifs disponibles pour honorer ces engagements croissants.

En plus de constituer un choix prudent et rémunérateur pour l'investisseur individuel, l'investissement *quality growth* est à mon avis une stratégie pouvant parfaitement contribuer à faire face à la crise imminente du système des retraites dans les pays développés. Malheureusement, une mauvaise appréhension de la notion de risque, relayée par les autorités de régulation et les actuaires, n'incite guère les fonds de pension et les gérants de fonds à adopter cette stratégie. Il est urgent que cela change.

Ce changement de paradigme passe par l'abandon d'autres mythes puissants véhiculés par la doctrine prévalant en matière d'investissement. Démontrer l'intérêt de l'investissement *quality growth* m'amène donc à déconstruire un certain nombre de mythes, comme celui de la diversification, le mythe selon lequel certaines catégories d'actions ne sont pas pour « la veuve ou l'orphelin » et le mythe de la primauté des dividendes. J'explique comment il est encore possible de faire fructifier le capital en ces temps où les taux d'intérêt sont entre chien et loup en termes nominaux, oscillant entre à peine positifs et légèrement négatifs, et sont globalement négatifs en termes réels corrigés de l'inflation. Je réfute aussi l'hypothèse fondamentale, largement soutenue dans le monde de l'enseignement et dans les médias, selon laquelle des rendements supérieurs s'accompagnent obligatoirement d'un risque plus élevé. J'invite le lecteur à appréhender l'investissement à travers la nouvelle grille de lecture que je lui propose pour lui livrer les clés d'un investissement fructueux, en s'affranchissant de ces mythes et autres visions erronées.