

LA FORME A-T-ELLE DE L'IMPORTANTANCE?



Matthieu Dulgerov

Senior Research and Product Manager,
Head of Equities

LA FORME EST CLÉ

Un véhicule d'investissement est un produit financier qui permet d'offrir aux investisseurs un service de gestion d'actifs. Derrière tout produit, tel que Berkshire Hathaway, il y a un fond et une forme. Le fond est le portefeuille de titres, résultat d'un processus d'investissement appliqué à un univers d'investissement. La forme est le cadre juridique, qui traite de l'ensemble des éléments réglementaires et contractuels du véhicule d'investissement.

Peut-être faites-vous partie de celles et ceux qui pensent que la forme choisie par Warren Buffet pour implémenter sa stratégie d'investissement est accessoire et que sa réussite financière ainsi que celle de son associé, récemment décédé, Charlie Munger ne s'explique que par leur choix d'investissement? Si tel est le cas, nous allons, dans les lignes qui suivent, essayer de vous convaincre du contraire en vous montrant qu'une condition nécessaire au succès d'un produit est la correspondance entre sa forme et son fond.

DÉSÉQUILIBRE ENTRE LA FORME ET LE FOND

Considérons un produit dont les décisions d'investissement sont prises avec une approche de long terme et qui offre de la liquidité, à savoir la possibilité aux investisseurs de convertir le produit en une somme d'argent quasi-immédiatement disponible. Jusqu'à présent, le produit en question, qui n'investit que dans des sociétés cotées, a affiché une performance financière bien supérieure à son indice de référence si bien que de nombreux investisseurs sollicitent leur gérant pour l'acheter. Chaque fois que

celui-ci rencontre un investisseur potentiel, il tient le même discours, à savoir que personne ne devrait acheter le produit s'il n'a pas un horizon temporel d'au moins cinq ans. Que pensez-vous qu'il se passerait si la valorisation du produit devait chuter de 30% sur une période inférieure à l'horizon temporel?

«L'absence d'harmonie entre le fond et la forme du produit conduit inévitablement à l'échec indépendamment de la qualité du fond.»

Malgré les nombreuses mises en garde sur la nécessité d'avoir un horizon temporel d'au moins cinq ans, le doute s'installerait chez les investisseurs pour finalement réveiller leur instinct de survie qui les pousserait alors à vendre au pire moment de peur de tout perdre. La fuite prématurée des investisseurs, rendue possible par une inadéquation entre le fond et la forme, ne serait pas sans conséquences. Elle s'accompagnerait d'externalités négatives pour les parties prenantes. En premier lieu, les investisseurs ayant acheté le produit quelques temps avant sa chute et qui l'auraient vendu juste après auraient beaucoup perdu. En second lieu, ces investisseurs en voudraient à l'entreprise responsable de la gestion du produit, ce qui nuirait à sa réputation. Et enfin, le gérant du produit serait remercié sous prétexte d'incompétence. Il lui serait reproché, par exemple, de ne pas avoir sélectionné les sociétés capables de résister à la baisse des prix.

EVEN GOD WOULD GET FIRED AS AN ACTIVE INVESTOR

Ce dernier argument est absurde. Peu importe la qualité du gérant quant à la sélection des sociétés, elle ne le met pas à l'abri de périodes de sous-performance. Pour illustrer notre propos, prenons l'exemple d'un portefeuille pondéré par la capitalisation boursière de ses constituants et composé de cinquante sociétés qui auront la meilleure performance dans cinq ans parmi toutes les sociétés de l'indice S&P 500. Au terme des cinq ans, la composition ainsi que la pondération du portefeuille est revue sur la base du même principe présenté ci-dessus. Et ainsi de suite du début de l'année 1927 à la fin de 2009. Nous partons donc du principe que nous savons avec certitude, cinq ans à

l'avance, les cinquante entreprises de l'indice qui afficheront la performance la plus élevée à la fin de cette période. Sans surprise, la performance historique de ce portefeuille a été excellente. Il a largement surperformé le marché en affichant une performance de 29% par an, du début de l'année 1927 à la fin de 2009, soit pendant plus de quatre-vingts ans. Mais ce qui est surprenant, c'est qu'à un moment donné, cet incroyable portefeuille a chuté de plus de 75% et qu'à d'autres moments il a baissé bien plus que le marché!

Ce portefeuille a été présenté par Wesley Gray dans une étude publiée en 2016 et intitulée *Even God would get fired as an active investor*. Si le titre est accrocheur, il ne nous semble pas suffisamment précis. *Even God would get fired as the long-term investment manager of an open-end fund with daily liquidity* aurait mieux convenu. En effet, ce dernier titre indique clairement que l'absence d'harmonie entre le fond et la forme du produit conduit inévitablement à l'échec indépendamment de la qualité du fond.

LA FORME IDÉALE EST UNE FONCTION DU FOND

Concluons par une proposition simple et efficace afin d'éviter les conséquences fâcheuses liées à un déséquilibre entre la forme et le fond. Idéalement et contrairement à l'usage établi, la liquidité observée ne devrait jamais être inférieure à l'horizon temporel d'un produit. Ainsi, la forme idéale deviendrait une fonction de l'horizon temporel de la stratégie d'investissement. Les produits d'investissement disponibles sur les marchés privés bénéficient déjà de cet avantage. Nous envions leur forme et aspirons un jour à les imiter. Pour le moment, nous nous appliquons à communiquer de façon transparente nos actions de gestion en espérant que nos clients, indépendamment des fluctuations de marché, se tiennent à l'horizon temporel qu'ils ont choisi initialement.



REYL
INTESA SANPAOLO

INFORMATION IMPORTANTE - Le présent contenu est mis à disposition par REYL & Cie SA et/ou ses sociétés affiliées (ci-après dénommées « REYL ») uniquement à des fins d'information et sans intention de constituer une demande ou une offre, une recommandation ou un conseil d'acquiescer ou de vendre des droits dans tous instruments financiers qui y sont mentionnés, ni d'effectuer toute transaction ou de devenir partie à toute transaction de tout type que ce soit, notamment avec tout destinataire qui n'est pas un investisseur qualifié, autorisé, professionnel et/ou institutionnel. Le présent contenu est destiné à la seule utilisation du destinataire et ne peut être ni communiqué, ni imprimé, téléchargé, utilisé, ni reproduit à d'autres fins. Il n'est pas destiné à être distribué/proposé à ou utilisé par des personnes physiques ou morales qui sont ressortissantes d'un pays ou soumises à une juridiction dont les lois ou réglementations interdiraient une telle offre/distribution ou utilisation. Bien que REYL mette tout en œuvre pour obtenir des informations issues de sources qu'elle estime être fiables, ni REYL, ni ses administrateurs, représentants, employés, agents ou actionnaires n'assument aucune responsabilité relative au présent contenu, et ne donnent aucune garantie que les données mentionnées soient exactes, exhaustives ou dignes de confiance. Ainsi, REYL n'assume aucune responsabilité eu égard à toute perte résultant de l'utilisation du présent contenu. Les informations, avis et évaluations contenus dans le présent document s'appliqueront au moment de sa publication, et pourront être révoqués ou modifiés sans préavis. Le présent contenu est uniquement destiné aux destinataires qui comprennent les risques encourus et sont capables de les assumer. Avant d'effectuer toute transaction, les destinataires doivent déterminer si l'instrument financier mentionné dans le contenu correspond à leur situation particulière et doivent s'assurer d'évaluer de manière indépendante (avec leurs conseillers professionnels) les risques spécifiques ainsi que les conséquences juridiques, fiscales et comptables et les conditions d'éligibilité de tout achat, toute détention ou vente des instruments financiers mentionnés dans le contenu. REYL, ses administrateurs, représentants, employés, agents ou actionnaires peuvent avoir des intérêts dans des instruments financiers décrits dans les présentes et/ou être liés par des engagements de souscription auxdits instruments. REYL ne donne aucune garantie concernant l'adéquation des informations, des avis ou des instruments financiers mentionnés. Les données historiques relatives à la performance des instruments financiers ou des actifs sous-jacents ne sont pas une indication de la performance future. Le présent contenu a été compilé par un service de REYL qui ne constitue pas une unité organisationnelle responsable de la recherche financière. REYL est soumise à des obligations réglementaires distinctes, et certains services et/ou instruments financiers peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions ou à tous les types de destinataires. Les destinataires devront dès lors se conformer à toutes les lois et réglementations applicables. Le présent document ne vise pas à offrir des services, et/ou des instruments financiers dans des pays ou juridictions dans lesquels ladite offre serait illégale en vertu des lois et réglementations locales applicables.



SUCCESS. TOGETHER.