



VESTATHENA

L'audace de patienter, la sagesse d'oser

Lettre mensuelle de juin 2017

La philosophie d'investissement de David Swensen

Dans une récente interview avec le NY Times (novembre 2016), David Swensen, 62 ans, un des investisseurs les plus influents de sa génération, avouait aimer deux choses : réfléchir sur l'investissement et enseigner aux autres comment penser l'investissement. « *Ce sont mes deux passions* ». M. Swensen qui a radicalement changé la stratégie d'investissement du fonds de Yale est une légende dans le monde exclusif des gérants de fonds de dotation, puisque ses protégés gèrent la plupart des fondations : M.I.T., Stanford et Princeton, mais aussi la Rockefeller Foundation, l'YMCA Retirement Fund et le Metropolitan Museum of Art. Le fonds de Yale possède un des meilleurs historiques de performance parmi les plus grands fonds de dotation : sur 20 ans, la performance annuelle de Yale est de 12.6% comparée aux 7.4% pour les portefeuilles diversifiés 60-40. L'Université de Yale « *a près de 100 partenariats actifs* » avec des sociétés de gestion, souligne M. Swensen. « *La durée moyenne d'une relation professionnelle est de 13 ans. C'est une très longue durée. Il s'agit de partenariats et il est très important de savoir qui choisir.* » « *Nous voulons des gérants intéressés dans l'amélioration des opérations comme un moyen de créer de la valeur, ce qui est le contraire de l'ingénierie financière.* »

M. Swensen aime investir en collaboration avec ses anciens analystes. Ces interactions peuvent réduire le risque de retraits résultant de la panique. « *Nous parlions récemment à un gérant qui subissait des retraits dans ses fonds parce qu'il avait une mauvaise année.* » « *L'investisseur lui a dit : 'Vos résultats à cinq ans ne sont pas bons, nous vous retirons la gestion.' Il m'apparaît comme la chose la plus stupide que je n'aie jamais entendu* » dit M. Swensen. « *Quand les gérants sont obligés de traiter avec des partenaires stupides, ils ne dépensent pas leur temps à choisir les meilleures sociétés pour investir* » conclut-il.

Il a laissé sa trace dans un livre, « *Pioneering Portfolio Management* » (traduit par Maxima, « *Gestion de Portefeuilles Institutionnels* » en 2009). Nous résumons ici les principales conclusions sur l'allocation d'actifs.

Les 3 points principaux de l'investissement

Les rendements d'investissement sont déterminés par trois décisions clés : *l'allocation d'actifs, les anticipations de marché et la sélection des titres*. L'attitude de l'investisseur détermine l'importance relative de chaque aspect de la gestion de portefeuille, construisant des portefeuilles reflétant la contribution espérée de chacun des outils de gestion de portefeuille.

L'allocation d'actifs, définit les catégories d'actifs acceptables et la proportion du capital qui va être allouée à chacune de ces catégories. Les règles qui régissent chaque institution établissent l'importance de chaque catégorie d'actifs dans le fonds. Imaginez cependant un portefeuille exclusivement constitué d'une seule action achetée pour le long terme : son rendement proviendra en grande partie de la sélection de cette action. Ou la stratégie qui consiste à négocier agressivement à court terme les futures sur obligations : les anticipations de marché dominent alors les rendements. **Les gestionnaires de portefeuilles institutionnels détiennent des portefeuilles largement diversifiés et évitent les anticipations de marché, laissant l'allocation d'actifs déterminer les résultats de l'investissement.**

L'anticipation de marché consiste à dévier à court terme de la cible que fixent les règles d'investissement à long terme. Un fonds qui a comme cible 50% d'actions et 50% d'obligations, peut opter pour une pondération tactique de 60% d'actions et 40% d'obligations. Le rendement résultant de la surpondération des actions et de la sous-pondération des obligations constitue la valeur ajoutée attribuée aux anticipations de marché. D'après Charles Ellis (consultant, fondateur de Greenwich Associates), « *Il n'existe aucune preuve qu'il y ait jamais eu d'institution possédant la capacité d'entrer régulièrement sur les marchés lorsqu'ils sont bas et d'en sortir lorsqu'ils sont hauts. Les tentatives d'arbitrage entre les actions et les obligations, ou entre les actions et les instruments monétaires, dans l'anticipation de mouvements de marché ont bien plus souvent échoué qu'elles n'ont réussi.* »

Agir avec les anticipations de marché augmente le profil de risque d'un portefeuille en surpondérant un actif risqué aux dépens d'un actif moins risqué. Les investisseurs sérieux évitent les anticipations de marché.

La sélection des titres est le résultat de la gestion active de chaque catégorie d'actifs. Si un gestionnaire reproduit fidèlement les marchés (gestion passive), il ne fait aucun pari actif. Si un portefeuille diffère de la

composition générale du marché, la gestion active compte pour une partie des résultats de l'investissement. La gestion passive convient à des marchés hautement efficaces, où la gestion active n'ajoute que peu ou pas de valeur. Les stratégies de gestion active conviennent aux marchés inefficients où la sélection des titres fournit la principale source de rendement.

Un fort penchant pour les Actions

Les investisseurs sensés penchent pour les actions, car le risque qu'ils prennent en les détenant est compensé par des rendements plus élevés à long terme. Les données historiques confirment cette conclusion théorique, comme le montre le tableau suivant qui retrace les performances sur 80 ans.

Catégorie d'actifs	Multiple
Inflation	11 fois
Bons du Trésor	18 fois
Obligations du Trésor	71 fois
Obligations privées	100 fois
Actions de grandes capitalisations	2.658 fois
Actions de petites capitalisations	13.706 fois

Source: Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills and Inflation, 2006 Year Book.

En tant que créanciers non prioritaires, les détenteurs d'actions courent un risque plus grand que les détenteurs d'obligations et dans les cas extrêmes, lorsque les entreprises échouent, les actionnaires peuvent tout perdre. À cause de ce risque, les actions surperforment largement les obligations sur de longues périodes. Les investisseurs à long terme tireront profit d'une préférence pour les actions.

Une concentration significative sur une seule catégorie d'actifs met en grand péril les capitaux d'un portefeuille. La diversification fournit aux investisseurs un outil puissant de gestion du risque. En combinant des actifs dont les réactions aux forces de marché sont différentes, les investisseurs créent des portefeuilles plus efficaces.

Pendant que les forces du marché transformaient les dollars en centimes, les investisseurs vendirent les petits caps, placèrent ce qui leur restait sur des Bons du Trésor, et jurèrent de ne jamais plus investir sur le marché actions. Bien sûr, vendre des actions en juin 1932 était précisément une réaction erronée. **Dix centimes investis dans des petites capitalisations au plus bas de la Grande Dépression auraient été multipliés par 137 000 au 31 décembre 2005.**

Date	Multiple
30 novembre 1928	1,00 fois
31 décembre 1929	0,46 fois
31 décembre 1930	0,29 fois
31 décembre 1931	0,14 fois
30 juin 1932	0,10 fois

Source: Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills and Inflation, 2006 Year Book.

John Maynard Keynes, dans un mémoire au comité d'investissement du Kings College, écrivit que « *l'idée de modifications brusques et globales du portefeuille est impraticable et en fait indésirable. La plupart de ceux qui s'y risquent, vendent trop tard et achètent trop tard, subissant des frais élevés et développant un état d'esprit trop instable et spéculatif* ¹ ».

L'anticipation de marché, définie comme un pari à court terme contre les objectifs de la politique à long terme, exige d'avoir raison à court terme par rapport à des facteurs impossible à prédire. Les investisseurs sensés évitent les paris forts contre l'allocation d'actifs adoptée par l'institution, éliminant ainsi le risque d'infliger de sérieux dommages à un portefeuille devenu incompatible avec les objectifs à long terme. Les investisseurs sérieux utilisent des stratégies de rééquilibrage pour s'en tenir aux objectifs de la politique d'allocation d'actifs.

Aucun marché ne cote en permanence les titres à leur juste valeur, mais la plupart des marchés cotent presque toujours les titres avec une efficacité raisonnable, fournissant peu d'opportunités de gains faciles. Les gestionnaires actifs sensés se tournent vers les marchés dont les cotations manquent d'efficacité, et évitent ceux qui sont correctement cotés.

Les gestionnaires opérant sur les marchés efficaces gravitent autour du benchmark, construisant des portefeuilles ne comportant que de faibles variations par rapport au marché, leur garantissant à la fois la médiocrité et la survie. À l'inverse, les gestionnaires actifs sur des marchés moins efficaces affichent des résultats beaucoup plus variables. Les inefficiences de prix permettent aux gestionnaires les plus talentueux de réussir brillamment, alors que les gestionnaires sans talent affichent des résultats désespérément médiocres. Le travail de fond et l'intelligence récoltent d'abondantes plus-values dans un environnement où la meilleure information et la réactivité procurent un avantage.

¹ John Maynard Keynes, "Memorandum for the Estates Committee, King's College, Cambridge, May 8, 1938." in Charles D. Ellis, ed.,

Classics. An Investor's Anthology (Homewood, Ill.: Business One Irwin in association with the Institute of Chartered Financial Analysts, 1989), 79-82.

Catégorie d'actifs	1 ^{er} quartile	Médiane	3 ^{ème} quartile	Ecart
Obligations américaines	7,4%	7,1%	6,9%	0,5%
Actions américaines	12,1	11,2	10,2	1,9
Actions internationales	10,5	9,0	6,5	4,0
Petites capitalisations américaines	16,1	14,0	11,3	4,8
Fonds à performance absolue	15,6	12,5	8,5	7,1
Immobilier	17,6	12,0	8,4	9,2
Opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier	13,3	8,0	-0,4	13,7
Capital-risque	28,7	-1,4	-14,5	43,2

Les gestionnaires sérieux qui tentent d'identifier des inefficiences gravitent souvent autour de marchés relativement peu liquides, car les investissements les plus lucratifs ont tendance à se situer dans les zones d'ombre et non sous le feu des projecteurs. Ces opportunités originales et cachées attirent peu l'attention des professionnels de la finance, qui opèrent sur des marchés générant de gros volumes de transactions.

Accepter l'illiquidité apporte des rendements supérieurs à l'investisseur à long terme partient

Inversement, l'illiquidité induit un comportement à long terme approprié. Plutôt que de se reposer sur un marché liquide pour sortir rapidement d'une transaction perdante, les investisseurs sur des titres illiquides s'engagent à long terme, achetant une part significative d'une entreprise avec laquelle ils vont faire un bout de chemin. La minutie, la profondeur d'analyse et la discipline sont les signes distinctifs des investisseurs qui réussissent sur les marchés les moins liquides.

John Maynard Keynes argumente, dans La Théorie Générale, que « *de toutes les maximes de la finance orthodoxe, il n'en est aucune, à coup sûr, de plus antisociale que le fétichisme de la liquidité, doctrine qui fait un véritable devoir aux institutions de placement de concentrer leurs ressources sur des valeurs "liquides". Une telle doctrine néglige le fait que pour la communauté dans son ensemble il n'y a rien qui corresponde à la liquidité du placement.* »

Keynes a caressé l'idée de réduire la liquidité du marché pour augmenter la prédominance de l'investissement à long terme. Il écrit : « *Devant le spectacle des marchés financiers modernes, nous avons parfois été tenté de croire que si, à l'instar du mariage, les opérations d'investissement étaient rendues définitives et irrévocables, hors le cas de mort ou d'autre raison grave, les maux de notre époque pourraient en être utilement soulagés ; car les détenteurs de fonds à placer se trouveraient obligés de porter leur attention sur les perspectives à long terme et sur celles-là seules.* »

Sur les marchés cotés, lorsque des actions autrefois illiquides produisent des performances solides, leur liquidité augmente car le marché sait reconnaître leur progrès. À l'inverse, si des investissements en bourse, et donc liquides, échouent, l'illiquidité suit car l'intérêt des investisseurs diminue.

Une préférence pour les actions et une diversification appropriée donnent une base solide à l'établissement d'une politique d'allocation d'actifs. En répartissant les capitaux sur une palette variée de catégories d'actifs, les investisseurs diminuent le risque de dégâts importants causés par une exposition non diversifiée à un seul marché, et améliorent la probabilité de générer des rendements élevés avec un niveau de risque plus bas. Comme les intervenants sur les marchés paient le prix fort pour obtenir la liquidité, les investisseurs sérieux évitent les titres liquides survalorisés et acceptent des alternatives moins liquides

Lettre rédigée le 30 mai 2017

Claudio Arenas-Sanguineti
Président et Gérant de portefeuilles

VESTATHENA
Société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP-14000019 en date du 30/06/2014
SAS au capital de 4 200 000 € - RCS 802985960
Siège Social : 65, rue de Monceau – 75008 PARIS
www.vestathena.com

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Ce document est la propriété intellectuelle de Vestathena. Toute reproduction ou transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Vestathena. Ce document repose sur des informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables mais ne sauraient engager la responsabilité de Vestathena. Vestathena met tout en œuvre pour vérifier les informations fournies mais aucune garantie ne peut être donnée quant à leur exactitude. Les opinions exprimées dans ce rapport sont celles du gestionnaire du fonds au moment de la préparation du document. Elles sont susceptibles d'évoluer et ne constituent pas une recommandation d'investissement.